

## 轻工行业 2020 年度投资策略

## 强者愈强，造纸龙头投资黄金期到来

推荐（维持）

- **强者愈强，造纸龙头投资黄金期到来：**展望 2020 年，我们着重提示造纸龙头企业太阳纸业的投资机会，公司作为造纸行业龙头企业成本控制领先，随着 2020 年-2021 年老挝 80 万吨箱板纸、广西 350 万吨林浆纸一体化、本部 45 万吨文化纸及配套木浆投产，公司产能布局完善，新增产能成本持续降低，公司的平均 roe 有望抬升，看好新产能投放驱动的盈利扩增和估值抬升。
- **低成本产能扩张大年即将到来，老挝、广西、本部齐发力：**截至 2018 年末，公司三大业务共拥有 602 万吨左右产能，另外广西北海，老挝箱板纸等项目在建，其中（1）公司机制纸业务：铜版纸 90 万吨，非涂布文化纸 100 万吨、20 万吨高档特种纸、牛皮箱板纸 160 万吨、淋膜原纸 30 万吨、静电复印纸 10 万吨、工业原纸 10 万吨。（2）生物质新材料业务：2015 年公司投产邹城 35 万吨天然纤维素项目，使得公司目前过国内的溶解浆产能达到 50 万吨，成为中国最大、世界第三的溶解浆供应商，同时老挝 30 万吨溶解浆产能 2018 年投产；公司还拥有化机浆产能 70 万吨，是世界最大的单一产区化机浆生产基地。（3）快速消费品业务：公司已经具有生活用纸产能 12 万吨。（4）箱板纸低成本原材料：10 万吨木屑浆生产线和 40 万吨半化学浆生产线已分别在 2018 年 4 月份和 8 月份竣工投产。
- **广西产能开工建设，低成本布局再下一城：**2019 年 10 月 16 日，广西壮族自治区重大项目集中开工暨北海市重点项目开工仪式，以及广西太阳纸业年产 350 万吨林浆纸一体化项目开工仪式同时在北海市主会场和铁山港区分会场隆重举行。项目总投资 228 亿元，分两期建设，全部投产后预计可实现利税 35 亿元，直接创造就业岗位三千二百多个，间接创造就业岗位两万多个。
- **木浆景气触底，文化纸价反弹，箱板纸未来景气可期：**我们认为文化纸产业链条已经率先触底，未来随着 2020 年禁止外废进口政策落地，太阳纸业老挝废纸浆及本部半化学浆产能的成本优势凸显，未来随着原材料持续紧张，箱板纸价格有望上行，太阳纸业望明显受益。
- **“变”字是我们跑完家居渠道后的核心感受：**品牌定制家具传统客流结构中自然进店客户占到绝大多数，以前不同企业之间客流来源差异不大。随着 18 年 H2 和 19 年 H1 行业的深刻变化（装修公司推进整包，精装房占比提升），整装、精装房样板间、线上、线下非自然进店客户成为重要来源，不同企业之间因为渠道管理能力差异导致新渠道获客能力差异凸显。
- **文娱珠宝：持续受益消费升级。**文娱珠宝行业具有较强的消费属性，消费趋势逐渐品牌化，且发展与整体经济水平发展休戚相关，看好传统业务发展稳固，科力普与精品文创逐步发力的文具龙头晨光文具和“领先模式+先发渠道+品牌营销”的珠宝首饰龙头周大生。
- **风险提示：**宏观经济下行导致需求疲弱，造纸和家居行业竞争格局发生巨大变化。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
欧派家居	107.7	4.5	5.27	6.02	23.93	20.44	17.89	5.99	强推
尚品宅配	72.35	3.02	3.7	4.46	23.96	19.55	16.22	4.72	强推
志邦家居	19.58	1.48	1.78	2.06	13.23	11.0	9.5	2.34	推荐
欧普照明	26.43	1.4	1.58	1.77	18.88	16.73	14.93	4.61	强推
太阳纸业	8.19	0.8	0.91	1.3	10.24	9.0	6.3	1.72	强推
周大生	17.9	1.34	1.57	1.83	13.36	11.4	9.78	3.32	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 11 月 01 日收盘价

## 华创证券研究所

## 证券分析师：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

执业编号：S0360518100001

## 证券分析师：陈梦

电话：010-66500831

邮箱：chenmeng1@hcyjs.com

执业编号：S0360518110002

## 联系人：葛文欣

电话：010-63215669

邮箱：gewenxin@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	129	3.48
总市值(亿元)	7,589.25	1.22
流通市值(亿元)	5,424.36	1.19

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	3.02	-9.12	9.53
相对表现	-0.6	-10.12	-10.59



## 相关研究报告

《轻工制造行业周报（20191007-20191013）：文化纸价格大涨，木浆港口库存回落，木浆旺季景气延续》

2019-10-13

《轻工制造行业周报（20191014-20191020）：广西产能开工，景气上升&低成本新产能投产临近，持续推荐太阳纸业》

2019-10-20

《轻工制造行业周报（20191021-20191027）：持续推荐太阳纸业，景气上升&低成本新产能投产临近，旺季行业景气持续提升》

2019-10-27

# 目 录

一、强者愈强，造纸龙头投资黄金期到来.....	5
二、“变”字当头：白银时代家居行业投资主线.....	6
三、各细分行业龙头企业占有明显.....	7
(一) 家具与照明：地产影响加强，倒逼企业渠道变革.....	8
1、强地产后周期行业，家具与照明企业收入短期承压.....	8
2、家具与照明企业渠道变革加速，大宗业务占比提升.....	10
3、整装模式崛起，家居企业纷纷应变.....	11
(二) 造纸行业：新增产能并未大规模出现，原材料国内和海外低成本布局成为核心竞争力.....	14
1、2016 年下半年-2017 年上半年：原材料充足，供给侧改革和环保推动供需结构改善是行业主线.....	14
2、环保导致大规模产能扩张并未出现，行业固定资产投资低迷.....	15
3、废纸新政推动，原料持续紧缺.....	15
4、长周期原材料紧俏背景下，自主造浆+海外布局价值凸显.....	16
(三) 珠宝首饰：乘消费升级好风，龙头珠宝商渠道&品牌优势尽显.....	17
1、珠宝市场规模逾 5000 亿，黄金、钻石交易活跃.....	17
2、消费升级驱动珠宝消费，钻石镶嵌类异军突起.....	18
3、行业厂商三级次分布，拓渠道、轻资产成重要成长路径.....	20
四、重点公司业绩表现：持续关注竞争力明晰的细分品类龙头企业.....	23
1、欧派家居：流量竞争下龙头优势凸显，整装大家居业务前景广阔.....	23
2、尚品宅配：加盟渠道快速扩张，整装业务前景广阔.....	24
3、志邦家居：“志邦全屋时代”全面起航，业务结构持续优化.....	25
4、欧普照明：照明行业龙头享行业发展红利，精细化管理助力龙头优势扩大.....	26
5、太阳纸业：业绩增长超预期，牛皮箱板纸&溶解浆表现亮眼，产能布局持续完善.....	26
6、周大生：线上/黄金业务表现良好，经营效率持续提升.....	27
五、风险提示.....	28

# 图表目录

图表 1: 定制家具卖场自然进店客户比例显著下降 .....	6
图表 2: 整装等新流量显著崛起 .....	6
图表 3: 家具主营业务收入与商品房交房数据相关度高 .....	8
图表 4: 主要家具和照明公司半年度收入增速呈下滑趋势 .....	9
图表 5: 商品房销售同比增速转负时, 索菲亚、欧派家居、尚品宅配估值中枢下移 .....	9
图表 6: 经销渠道收入占比 .....	10
图表 7: 大宗业务收入占比 .....	10
图表 8: 大宗业务收入规模 (万元) .....	10
图表 9: 不同家具企业经销商数量 (家) .....	11
图表 10: 不同家具企业门店数量 (家) .....	11
图表 11: 住宅套数与客流量测算 .....	12
图表 12: 整装市场规模测算 .....	13
图表 13: 欧派家居整装模式 .....	13
图表 14: 尚品宅配整装云采用 S2B2C 商业模式 .....	14
图表 15: 2014-2015 年纸企亏损总额处于历史峰值 .....	14
图表 16: 纸企数量自 2014 年逐渐减少 .....	14
图表 17: 纸企固定资产投资增速放缓 .....	15
图表 18: 中国纸及纸板消费量及变化 .....	15
图表 19: 2018 年下半年以来造纸固定资产投资低迷 .....	15
图表 20: 大纸企各纸种新增产能统计 .....	15
图表 21: 废纸新规出台, 国废价格一路上涨 .....	16
图表 22: 2017 年下半年以来废纸审批量大幅下滑 .....	16
图表 23: 太阳纸业、晨鸣纸业新建浆纸产能 .....	16
图表 24: 太阳纸业老挝基地布局 .....	17
图表 25: 历年限额以上金银珠宝类零售额及同比 .....	18
图表 26: 可选消费占比随人均 GDP 增加而增加 .....	19
图表 27: 消费者购买珠宝结构占比 .....	19
图表 28: 中国千禧一代钻石持有率提升 .....	19
图表 29: 千禧一代是钻石消费主力军 .....	19
图表 30: 2016 年金饰和钻石饰品持有率 .....	20
图表 31: 线下门店是培养消费者感知的重要来源 .....	20
图表 32: 我国珠宝首饰市场主要参与者构成 .....	21
图表 33: 2015 年珠宝行业市占率 .....	21

图表 34: 国内上市公司产品种类及生产模式 .....	21
图表 35: 珠宝行业公司营业收入对比 (单位: 亿元) .....	22
图表 36: 珠宝行业公司净利润对比 (单位: 百万元) .....	22
图表 37: 2019H1 欧派家居营业收入同比增长 13.7% .....	23
图表 38: 2019H1 欧派家居归母净利润同比增长 15.0% .....	23
图表 39: 2019H1 尚品宅配营业收入同比增长 9.4% .....	24
图表 40: 2019H1 尚品宅配归母净利润同比增长 32.4% .....	24
图表 41: 2019H1 志邦家居营业收入同比增长 10.2% .....	25
图表 42: 2019H1 志邦家居归母净利润同比增长 16.1% .....	25
图表 43: 2019H1 欧普照明营业收入同比增长 7.1% .....	26
图表 44: 2019H1 欧普照明归母净利润同比增长 13% .....	26
图表 45: 2019H1 太阳纸业营业收入同比增长 2.9% .....	27
图表 46: 2019H1 太阳纸业归母净利润同比降 27.8% .....	27
图表 47: 2019H1 周大生营业收入同比增长 12.5% .....	28
图表 48: 2019H1 周大生归母净利润同比降 34.6% .....	28

## 一、强者愈强，造纸龙头投资黄金期到来

展望 2020 年，我们着重提示造纸龙头企业太阳纸业的投资机会，公司作为造纸行业龙头企业成本控制领先，随着 2020 年-2021 年老挝 80 万吨箱板纸、广西 350 万吨林浆纸一体化、本部 45 万吨文化纸及配套木浆投产，公司产能布局完善，新增产能成本持续降低，公司的平均 roe 有望抬升，看好新产能投放驱动的盈利扩增和估值抬升。

低成本产能扩张大年即将到来，老挝、广西、本部齐发力：截至 2018 年末，公司三大业务共拥有 602 万吨左右产能，另外广西北海，老挝箱板纸等项目在建，其中（1）公司机制纸业务：铜版纸 90 万吨，非涂布文化纸 100 万吨、20 万吨高档特种纸、牛皮箱板纸 160 万吨、淋膜原纸 30 万吨、静电复印纸 10 万吨、工业原纸 10 万吨。（2）生物质新材料业务：2015 年公司投产邹城 35 万吨天然纤维素项目，使得公司目前过国内的溶解浆产能达到 50 万吨，成为中国最大、世界第三的溶解浆供应商，同时老挝 30 万吨溶解浆产能 2018 年投产；公司还拥有化机浆产能 70 万吨，是世界最大的单一产区化机浆生产基地。（3）快速消费品业务：公司已经具有生活用纸产能 12 万吨。（4）箱板纸低成本原材料：10 万吨木屑浆生产线和 40 万吨半化学浆生产线已分别在 2018 年 4 月份和 8 月份竣工投产。

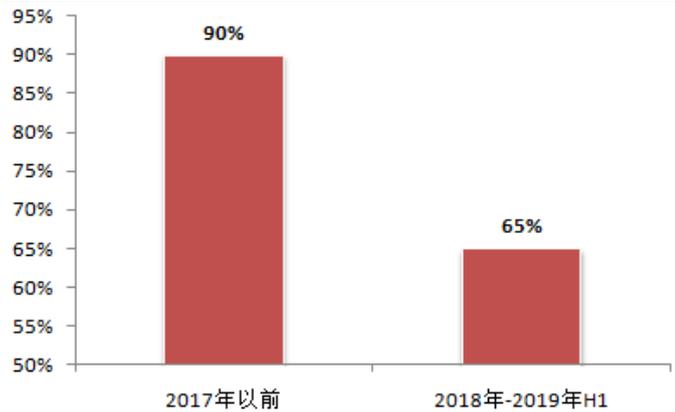
广西产能开工建设，低成本布局再下一城：2019 年 10 月 16 日，广西壮族自治区重大项目集中开工暨北海市重点项目开工仪式，以及广西太阳纸业年产 350 万吨林浆纸一体化项目开工仪式同时在北海市主会场和铁山港区分会场隆重举行。项目总投资 228 亿元，分两期建设，全部投产后预计可实现利税 35 亿元，直接创造就业岗位三千二百多个，间接创造就业岗位两万多个。

木浆景气触底，文化纸价反弹，箱板纸未来景气可期：我们认为文化纸产业链条已经率先触底，未来随着 2020 年禁止外废进口政策落地，太阳纸业老挝废纸浆及本部半化学浆产能的成本优势凸显，未来随着原材料持续紧张，箱板纸价格有望上行，太阳纸业望明显受益。（1）木浆景气触底，9 月份港口库存下行。木浆价格经过 2019 年以来的剧烈下跌已经趋于稳定。国内木浆需求触底，6 月份以后贸易商订购木浆量减少，港口木浆库存明显下行。港口库存经过 7-8 月历史高点已经开始回落。6 月份以后贸易商订购木浆量减少，港口库存见顶回落。（2）文化纸价格持续提涨，库存走低景气度抬升。近两个月文化纸价格延续了 8 月下旬以来的景气，从终端贸易商反馈看，由于 70 周年大庆和旺季因素促发，文印需求持续回暖，预计 12 月之前行业均将维持景气，目前贸易商态度仍比较分析，预计旺季结束后贸易商库存仍将处于合理状态，淡季纸价有望保持稳定。（3）外废严格限制背景下，箱板纸价格预计临近反弹。箱板纸前期需求疲弱背景下导致价格持续走低，进入 9 月份以后在库存到底的背景下行业有所复苏，2020 年是外废禁止进口的大限，随着原材料政策趋紧，未来原材料有望推动行业景气上升。

## 二、“变”字当头：白银时代家居行业投资主线

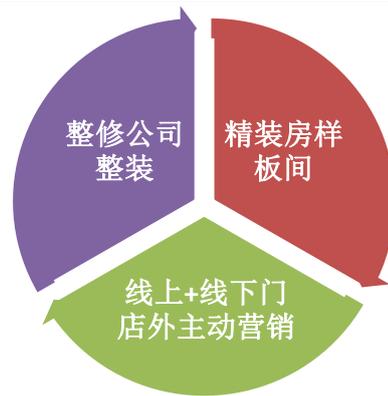
“变”字是我们跑完渠道后的核心感受：品牌定制家具传统客流结构中自然进店客户占到绝大多数，以前不同企业纸价客流来源差异不大。随着 18 年 H2 和 19 年 H1 行业的深刻变化（装修公司推进整包，精装房占比提升），整装、精装房样板间、线上、线下非自然进店客户成为重要来源，不同企业之间因为渠道管理能力差异导致新渠道获客能力差异凸显。

图表 1：定制家具卖场自然进店客户比例显著下降



资料来源：华创证券整理

图表 2：整装等新流量显著崛起



资料来源：华创证券整理

定制家具板块以其优势的商业模式（先预收货款&极少产成品存货&高 ROE）和高速成长性（房地产快速发展&渗透率提升）成为了轻工行业中最受市场关注的细分板块。我们通过复盘 2017 年欧派等头部企业登陆资本市场后的走势，对板块未来的走势做出自己的预判，坚信头部企业依靠渠道端的不断变革和深耕，生产端的不断优化的效率和布局赢得竞争优势，提升行业集中度，定制家具的未来成长仍值得期待。

流量竞争将成为定制家具企业核心胜负手，欧派渠道端优势明显，管理精细铸就渠道壁垒：营销端打造高质量经销商队伍：欧派努力打造高质量的经销商队伍，“树根理论”助经销商枝繁叶茂，严格经销商资格认定与末位淘汰促进经销商砥砺前行。2018 年下半年以来定制家具行业渠道发生深刻变化，经销商端反馈自然进店客流占比下降，整装渠道、精装房小区样板间渠道占比显著提升，欧派 2018 年推出公司层面整装大家居，2019 年推出经销商层面大家居、星居、微居等一系列的针对新渠道的营销方式，2019 年 5 月推出城市合伙人制度，旨在提升门店战斗力，通过主动营销方式获取客户，持续渠道的深度管理为欧派赢得渠道端的竞争优势。

我们短期看到产业链前端的电梯等数据开始向好，我们维持年初看好 Q3 交房及终端市场回暖的判断；从微观反馈来看我们认为今年 Q3 经销商的营销准备以及市场需求都将迎来回暖，终端市场经过 4-6 月份调整后有望迎来高景气。从长期来看我们关注家居公司的渠道管理能力，在市场总量增速放缓背景下，渠道管理优秀的公司有望凭借卖场存量渠道强竞争力和整装等新渠道扩增市场份额。

### 三、各细分行业龙头企业占有明显

我们认为随着 2019 年中美贸易摩擦、地产调控等一系列宏观事件对于轻工行业影响逐渐显现，轻工各个子行业均呈现增速换挡的现象，行业投资逻辑从全行业的高速发展以及景气转移到细分行业中优秀企业运用自身的竞争优势扩张市场份额。我们认为家居细分行业值得重点关注，随着家居行业的增长方式逐渐从传统的渠道扩张向存量渠道竞争迁移，那些渠道管理能力优异，能够有效将整装等新流量整合进自身客户体系的公司将成为“白银时代”的赢家。

#### 家具与照明：格局分散、地产压力加大，渠道为王

随着地产下行、定制家具品牌企业渠道下沉和加密，行业跑马圈地时代渐近尾声，获客成本逐渐抬升和流量红利逐渐流失，竞争红海时代来临，各定制家具公司纷纷谋求转型。企业在提升客单价、获取流量两个维度，苦练内功和外部开拓。放眼整个家装产业链，从产品端、营销端、门店端还有与家居卖场深度合作、向整装、工程的拓展展开竞争。

**苦练内功实现客单价提升和引流：线上线下流量争夺激烈，产品&渠道&营销齐发力。**（1）产品端：定制家具厂商推出套餐式组合促销让利（主要为套餐报价和平米报价两种），做大客单价；特性化产品推陈出新，原态板、智能厨房新概念产品层出不穷，吸引消费者，产品定价高。（2）渠道端：从单品类门店走向多品类融合店，结合新零售打造生活体验区。目前上市公司在全国的门店种类主要有超市店/小区店、传统标准店、O 店、大家居店等多种形式，分布于购物中心、建材城、写字楼等多种渠道。（3）营销端：除了机场、高铁投放广告、店庆等传统营销之外，定制家具线上打造内容营销提升用户粘性，线下跨界电影、体育、自媒体、工艺等多种新形式开展品牌营销。

**外部拓展整装&工程&家居卖场实现向上游延伸引流：**家居产业链从毛坯房到竣工验收按照流量入口切入程度依次为房地产开发商→家装公司实体门店或平台类互联网→家装公司→家居卖场或硬装材料商→定制家具厂商→软装材料商，其中房地产开发商、家装公司和定制家具厂商为主要的三个流量切入口，分别对应工程、整装和门店（含卖场）。直接切入房地产开发商精装修项目可以从最源头攫取流量，为最有效的一种方式。切入家装公司的整体装修项目仅次于精装修切入，家装公司整体装修可直接“截断”流向主辅材、定制家具厂商的流量。与龙头家居卖场合作在其中开店实现引流。因此，众多主辅材厂商和定制家具厂商向上游延伸流量抢夺市场。例如惠达卫浴、海鸥卫浴都切入了卫生间装修领域，索菲亚与恒大地产成立恒大索菲亚切入华中地区的精装修房市场，尚品宅配、欧派家居通过整装大家居切入家装公司流量领域。

**照明：**我国 LED 照明行业均处于行业增速快，格局分散的阶段。渠道掌控力强、产品力突出的企业有望脱颖而出。**照明行业处在变革期，LED 照明加速替代传统照明。**在技术不断发展背景下，LED 照明正快速实现对传统照明产品的替代，全球 LED 照明渗透率已经由 2009 年的 1.5% 快速提升至 2016 年的 31%。中国 LED 产业规模增速也在不断提升。CSA 数据显示，2018 年中国半导体照明行业整体产值达到 7374 亿元（同比+12.8%），其中，上游外延芯片、中游封装、下游应用环节产值分别为 240 亿、1054 亿和 6080 亿，分别同比增长 3.4%、9.4%、13.8%。下游应用环节又分为通用照明（2018 年产值 2679 亿元，同比+5.0%）和特殊照明（2018 年产值 3401 亿元，同比+21.8%）。我国通用照明市场分散，龙头企业欧普照明市占率约为 3-5%，行业集中度提升空间大。

#### 造纸行业：造纸行业旺季来临，本轮涨价函预计落地情况良好

**木浆价格下跌周期完成：**本轮木浆自 18 年 Q4 见顶之后持续下跌，目前阔叶浆价格跌至国内自产自用企业的成本线，针叶浆 600 美元/吨也接近加拿大针叶浆造浆企业成本线，木浆价格支撑明显。从供需角度，本轮木浆下跌主要是国内需求疲弱的背景下，港口贸易商和海外厂商库存持续积累，我们预计 7 月底青岛港木浆库存为高点，5-7 月份订货的木浆量减少，港口木浆库存有望回落，随着造纸旺季来临，中国对木浆需求有望持续复苏。

**机制纸旺季来临，渠道低库存背景下预期改善：**本轮文化纸和铜版纸的下跌是自 2018 年 Q1 开始的，由于需求不振产销量下降带来的价格疲弱，经过较长时间的下跌企业库存和贸易商库存均有所调整。进入旺季之后，经济韧性凸显，预计需求端总体稳定，目前贸易商预期分化，部分贸易商开启旺季备货。

**关注太阳纸业行业低位的产能布局：**造纸行业未来产能扩张呈现大小企业分化的特点，一方面木浆系以太阳纸业为代表的行业龙头企业积极利用产业政策扩张产能，在海外例如老挝的低成本地域，以及国内例如广西的政策友好地域，未来全行业产能扩张将呈现分化态势，小企业扩产难度加大，大企业市占率有望持续提升。另一方面废纸系 2020 年禁止外废进口是大的政策导向，未来大型企业在海外扩张废纸浆以及研发半化学浆替代等成本优势将愈加凸显。

**珠宝首饰行业：乘消费升级好风，龙头珠宝商渠道&品牌优势尽显**

我国珠宝首饰零售规模超 5000 亿，过去 5 年复合增速约 13%。目前行业集中度较低，我国市场上的珠宝品牌商按照目标定位、地区覆盖率主要分为国外品牌、全国性品牌和区域性品牌。2015 年周大福、老凤祥、周大生、豫园股份、周生生五家上市公司合计占比约为 24.0%，其中周大福为上市公司第一，占比 8.5%。

从趋势上来看，1) 受到消费升级和年龄层裂变的影响，日常消费将成为珠宝消费的重要突破口。2) 我国已经成为全球第二大钻石市场，需求量占全球的 14.4%，仅次于美国 45% 的占比。千禧一代成为钻石镶嵌类消费主力军，未来钻石消费占比有望进一步提升。由于钻石镶嵌类毛利率相对更高，将会进一步拉动珠宝行业毛利率。3) 近年三线及以下城市珠宝市场增长率高达 45.3%，远远超过一线城市的同期 31.9% 的增长率。钻石镶嵌类在三线及以下城市渗透率相对较低，未来也有进一步下沉空间。4) 互联网珠宝零售冲击传统渠道。从行业竞争格局上来看，目前行业分为国外高端品牌、国内知名品牌和地方性品牌三大梯队。传统厂商体量较大、产品线完善。拓渠道、轻资产产新兴厂商主要成长路径。

珠宝首饰行业具有较强的消费属性，逐渐品牌化，且发展与整体经济水平发展休戚相关，看好珠宝首饰龙头周大生领先模式+先发渠道+品牌营销三驾马车拉动公司增长。

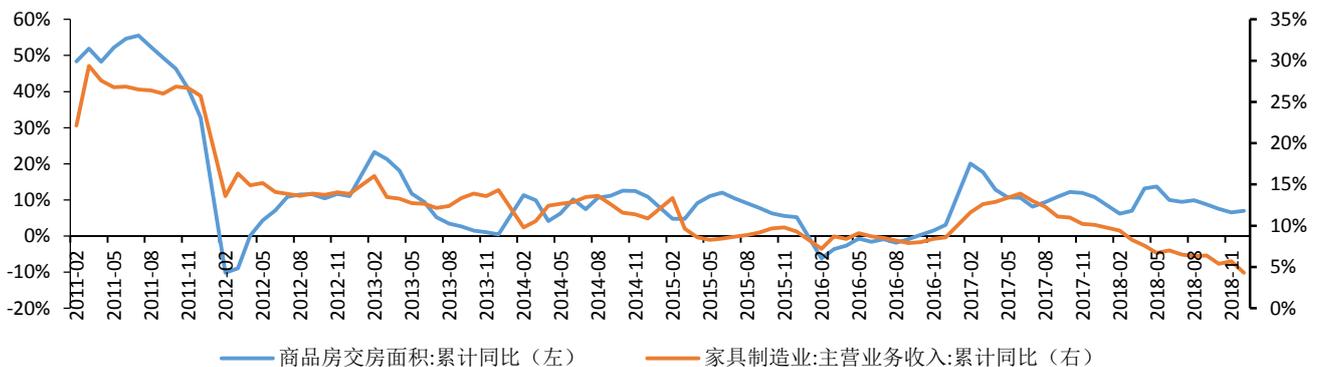
**(一) 家具与照明：地产影响加强，倒逼企业渠道变革**

我们认为随着 2019 年中美贸易摩擦、地产调控等一系列宏观事件对于轻工行业影响逐渐显现，轻工各个子行业均呈现增速换挡的现象，行业投资逻辑从全行业的高速发展以及景气转移到细分行业中优秀企业运用自身的竞争优势扩张市场份额。我们认为家居细分行业值得重点关注，随着家居行业的增长方式逐渐从传统的渠道扩张向存量渠道竞争迁移，那些渠道管理能力优异，能够有效将整装等新流量整合进自身客户体系的公司将成为“白银时代”的赢家。

**1、强地产后周期行业，家具与照明企业收入短期承压**

家具作为房地产后周期行业，其消费很大程度受到房地产行业的影响。由于我国商品房销售分为现房和期房，我们以期房与现房数据为基础进行加工，拟合出商品房交房面积，进一步比较商品房交房面积变动与家具销售情况的关联度。结果显示：家具行业主营业务收入变动趋势与交房面积同比变动趋势呈现强关联性。

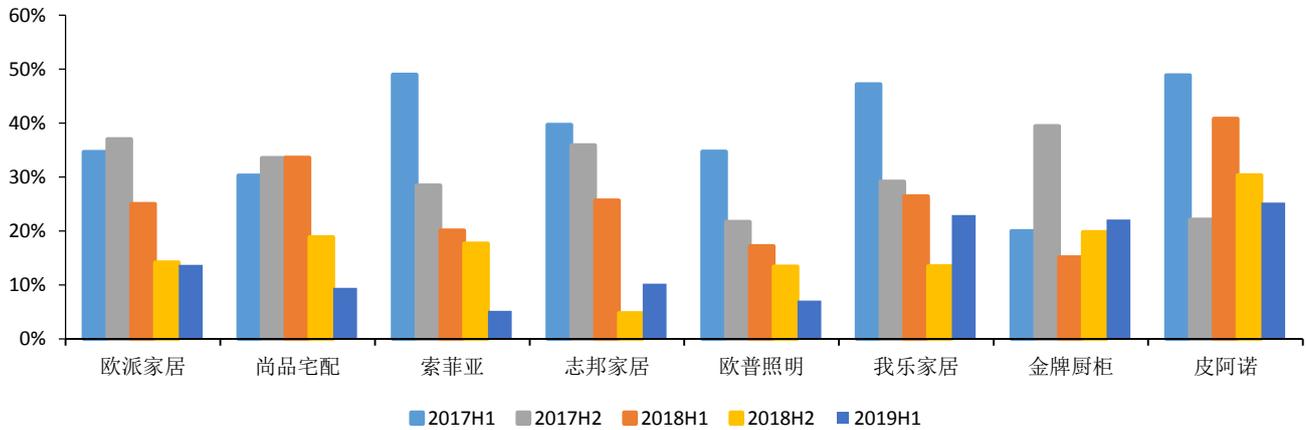
**图表 3：家具主营业务收入与商品房交房数据相关度高**



资料来源：Wind，华创证券

上市公司层面，从 2017 年至今，主要家具与照明上市公司半年度收入增速逐步放缓，尤其以欧派家居、尚品宅配、索菲亚、欧普照明为代表的龙头企业表现最为明显。

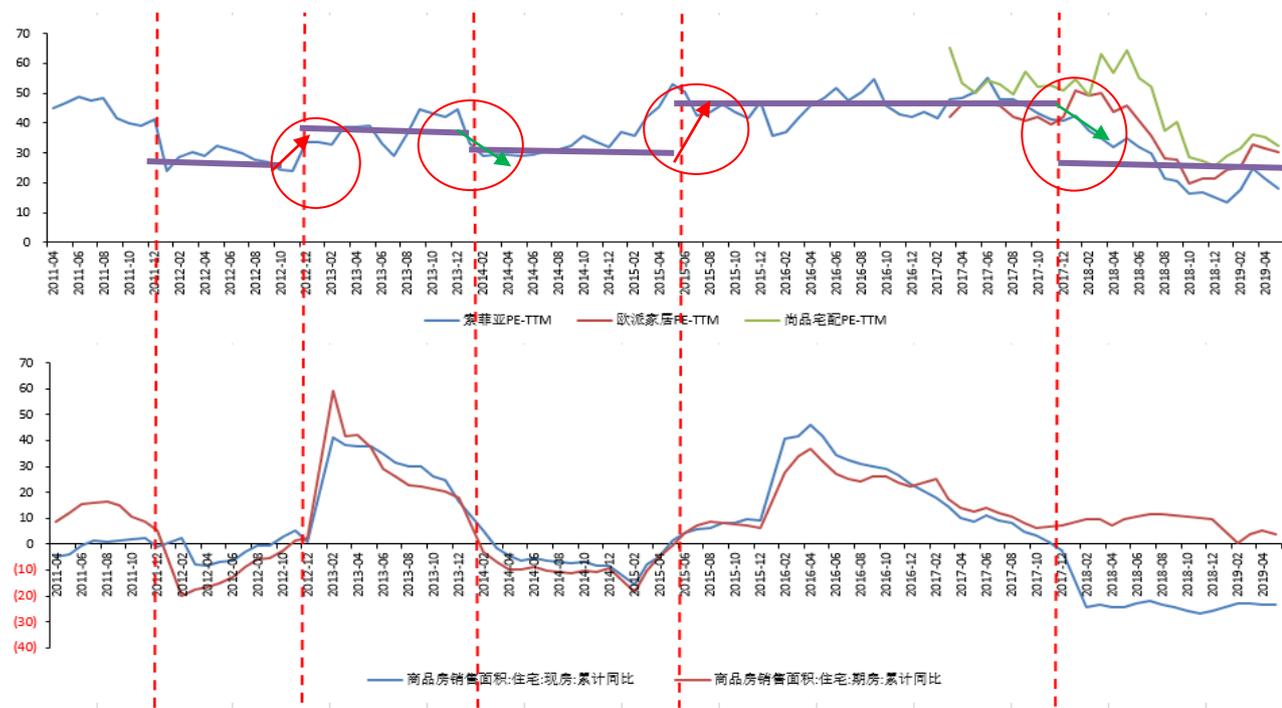
图表 4: 主要家具和照明公司半年度收入增速呈下滑趋势



资料来源: Wind, 华创证券

估值方面，主要家具公司估值同样受到地产后周期影响而下降。对比索菲亚、欧派家居、尚品宅配 PE-TTM 数据与商品房销售面积累计同比数据，当地产销售面积同比增速为正时，家具公司估值中枢较地产销售同比下滑时期有明显提升，2012 年 11 月与 2015 年 6 月分别为两个估值中枢上移分界点，2014 年 2 月和 2017 年 12 月分别为估值中枢下移分界点。

图表 5: 商品房销售同比增速转负时，索菲亚、欧派家居、尚品宅配估值中枢下移

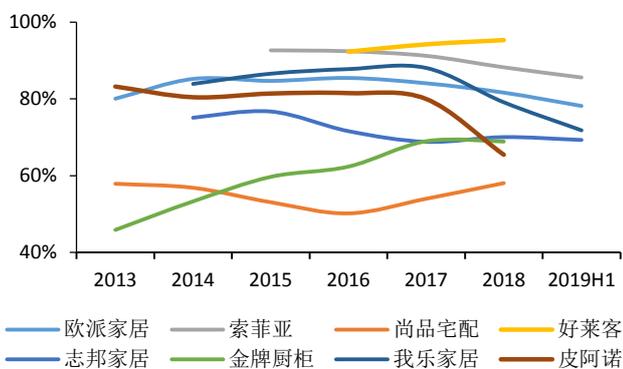


资料来源: Wind, 华创证券

## 2、家具与照明企业渠道变革加速，大宗业务占比提升

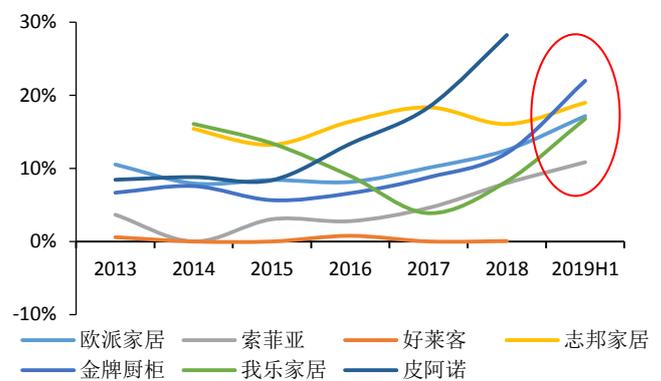
在地产压制与行业竞争加剧压力下，家具与照明企业纷纷寻求渠道变革，将获取流量的时间节点向前推移，目前家具厂商产品出货以经销商渠道为主，但大宗业务占比上升趋势明显。整体来看，我国主要定制家具上市公司以经销为主，经销商渠道收入占比在 50% 以上，其中好莱客经销渠道收入占比在 90% 以上，其次为索菲亚，在 88%-93% 之间，欧派家居在 80% 左右，志邦家居和金牌厨柜在 70% 左右。近两年，除好莱客以外，主要定制家具公司大宗业务占比呈上升趋势，2018 年皮阿诺大宗业务占比达到 28%，其次为志邦家居，大宗占比 16.06%，欧派家居与金牌厨柜大宗收入占比也超过 10%，分别达到 12.51% 和 12.10%。从公布半年报数据的公司来看，2019 年上半年欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜、我乐家居大宗业务占比进一步提升，分别达到 17.16%、10.84%、18.98%、21.99% 和 16.78%。

图表 6：经销渠道收入占比



资料来源：各公司招股说明书，各公司年报，华创证券

图表 7：大宗业务收入占比



资料来源：各公司招股说明书，各公司年报，华创证券

**龙头企业在大宗业务方面规模领先。**从近几年家具企业大宗业务收入规模绝对数来看，龙头企业依托品牌力、供货能力等获取了更多大宗业务订单，收入规模也处于领先水平。2018 年，欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜大宗业务收入分别为 14.18 亿、4.84 亿、3.91 亿和 2.03 亿。

图表 8：大宗业务收入规模（万元）

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
欧派家居	41,845	37,561	46,636	57,227	96,411	141,762	92,935
索菲亚	6,303	-	9,220	10,909	23,687	48,424	27,625
志邦家居	-	15,702	15,103	24,771	39,590	39,075	21,133
金牌厨柜	3,745	5,200	4,425	7,259	12,373	20,253	17,269
我乐家居	-	8,368	7,768	6,056	3,543	8,907	8,831
皮阿诺	3,520	4,387	4,219	8,300	14,829	30,645	-

资料来源：各公司招股说明书，各公司年报，各公司半年报，华创证券

**规模领先企业在渠道开拓方面更具优势。**从近几年定制家具公司经销商及门店拓展情况来看，规模领先企业基于品牌力、产品供应能力更具优势，截至 2018 年年末，欧派家居经销商数量已经达到 4779 家，索菲亚经销商数量 2771 家，其他定制家具公司经销商数量均未超过 2000 家。门店数量方面，截至 2018 年年末，欧派家居门店数量已经达到 6708 家，索菲亚门店数量 3558 家，志邦家居门店 2363 家，尚品宅配门店数量 2201 家，其他定制家具公司门店数量均未超过 2000 家。

**图表 9: 不同家具企业经销商数量 (家)**

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	备注
欧派家居	2,210	2,557	2,813	3,616	4,258	4,779	不含墙饰经销商
索菲亚	650	800	1,100	1,400	2,050	2,771	
好莱客	553	672	926	1000-	1000+	1100+	
志邦家居		813	919	1,061	1,400	1,815	
金牌厨柜	350	497	578	603	-	-	
我乐家居	-	784	807	706	740	800+	
皮阿诺	685	729	780	803	1,026	1,126	

资料来源: 各公司招股说明书, 各公司年报, 华创证券

**图表 10: 不同家具企业门店数量 (家)**

公司	2013	2014	2015	2016	2017	2018	备注
欧派家居				5,060	5,938	6,708	不含墙饰门店
索菲亚	1,200	1,520	1,861	2,500	3,035	3,558	
尚品宅配	830	969	1,073	1,157	1,642	2,201	
好莱客	691	857	1,174	1300-	1,511	1,766	
志邦家居		981	1,007	1,265	1,759	2,363	
金牌厨柜	453	628	741	806	1,250	1,759	
我乐家居		760	787	731	1,062	1,283	
皮阿诺	737	802	864	870	1,103	1,256	

资料来源: 各公司招股说明书, 各公司年报, 华创证券

### 3、整装模式崛起, 家居企业纷纷应变

我们在 2019 年 6 月 30 日发布报告《品牌家居的白银时代系列报告 (六): “整装”引领家居渠道变革, 龙头企业“渠道”优势凸显》, 通过对家居行业渠道变革梳理、规模测算等得出, 未来渠道管理能力将成为企业取胜关键: **整装风头迅速崛起, 家居行业渠道变革来临**。在家居零售行业整体快速增长的同时, 家居零售渠道正在发生深刻的变革, 传统卖场渠道占比持续下降, 从卖场分流出的流量被家装公司整装渠道、互联网、shopping mall 等渠道瓜分, 其中装修公司提供的整装服务成为行业渠道变局的关键。相较传统零售渠道, 整装渠道对于家居公司的渠道管理能力 (包括平衡传统经销商与整装公司、与整装公司的利益分配、渠道支持和管理) 提出更高的要求, 渠道的变革下渠道管理能力成为核心胜负手, 渠道占有的龙头公司将成为新一轮竞争中的先手方。

**家装行业下一个风口——整装**。模式方面, 整装发展主要为标准化和个性化两大方向, 标准化降低成本, 具有可复制性, 个性化迎合消费者需求。现阶段为平衡标准化和个性化, 整装厂商的主要整装产品服务类型为标准化硬装+个性化软装融合式。行业链条方面, 整体装修从毛坯房到竣工验收按照流量入口切入程度依次为房地产开发商→家装公司实体店或平台类互联网→家装公司→家居卖场或硬装材料商→定制家具厂商→软装材料商, 其中房地产开发商、家装公司和定制家具厂商为主要的三个流量切入口。家装公司整体装修可直接“截断”流向主辅材、定制家具厂商的流量。行业壁垒方面, 具有在流量端 (展厅体验店, 吸引流量)、设计端 (快速出图能力, 所见即所得)、服务端 (施工管控, 业务可持续) 和后台端 (强大供应链支持, 提高运营效率) 等多方面实力的企业或者合作联盟才有具备整装能力。

**多因素推动, 整装行业发展前景向好**。我国整装行业发展有望受益于住宅产业化、客群结构调整与互联网家装等多方面推动。其中, 住宅产业化方面, 装配式建筑得到了各级政府的高度重视, 不断出台相关支持政策推进我国建筑业转型, 而装配式建筑评价标准中要求全装修所占评价权重占比 6%。我们推断, 在装配式建筑快速发展过程中将带来更多整装需求。同时, 对于装修企业而言, 用工成本上升促使装修企业向扩大客单价、扩大运营范围、提升用工

效率方向发展，整装成为装修企业提升运营效率的首选。客群结构方面，根据腾讯数据实验室、腾讯家居及 DCCI 联合合作的《2018 年家居家装行业人群洞察白皮书》，80 后为近一年内有家居家装需求人群中主要力量，占总体的 51%，90 后占总体的 33%，而 80、90 后人群在消费理念上与 80 前有所差异，更寻求高效一站式服务。我们认为，随着 80、90 后消费人群成家立业与消费力提升，整装需求或将提高。

**整装行业规模有望破万亿，格局分散，跨界合作或成为主流。**规模上，我们结合国家统计局与弗罗斯特沙利文的总额估测，经计算到 2022 年，我国装修市场中整装规模有望达到 1.1 万亿。格局方面，目前我国住宅装饰装修行业竞争激烈，“大行业，小公司”特点明显，而整装需要流量、设计、服务等多方面协调，具备这样实力的全国性家装公司数量更为有限，我们认为未来装修链条中跨界合作整合或将成为主要发展方向。

假设：

- **一手房与二手房成交套数：**根据国家统计局住宅商品房销售面积、销售额、成交套数，计算出一手住宅销售平均面积、平均单价。假设 2019 年及之后商品房平均面积与 2018 年相同，一手房均价同比增长 4%，结合弗罗斯特沙利文的总额估测，我们估算出 2019-2022 年一手房成交套数。假设二手房每平方米销售价格为一手房的 2 倍，二手住宅平均面积为前五年一手住宅平均面积的算术平均值，结合弗罗斯特沙利文的总额估测，我们估算出 2019-2022 年二手房成交套数。
- **客流量测算：**假定精装修渗透率从 2017 年的 20% 开始，逐年以+3% 的比率增加，二手房交易带来 80% 的翻新率，存量房中除二手房交易外有 0.5% 的改善型需求。
- **整装市场规模测算：**假设毛坯房装修中使用整装的比例从 2017 年的 10% 开始，逐年以+5% 的比例增加，二手房装修中使用整装的比例从 2017 年的 8% 开始，逐年以+4% 的比例增加，存量房装修中使用整装的比例从 2017 年的 5% 开始，逐年以+3% 的比例增加。整装客单价从 2017 年的 16 万开始，每年增长 8%。

经测算，到 2022 年，我国装修市场中整装规模有望达到 1.1 万亿。

**图表 11：住宅套数与客流量测算**

时间	一手、二手住宅套数测算							客流量测算				
	一手住宅销售额 (十亿元)	住宅平均面积 (平方米/套)	一手房均价 (元/平方米)	一手住宅成交套数 (万套)	二手住宅销售额 (十亿元)	住宅平均面积 (平方米/套)	二手房均价 (元/平方米)	二手住宅成交套数 (万套)	精装房客流量 (万套)	毛坯房客流量 (万套)	二手交易客流量 (万套)	存量房翻新客流量 (万套)
2017	11,023.95	108.36	7,613.82	1,336.14	6,191.20	106.15	14,492.17	402.46	267.23	1,068.91	321.97	175.13
2018	12,639.26	108.36	8,544.12	1,365.12	7,082.70	106.87	15,477.73	428.19	313.98	1,051.15	342.55	181.68
2019E	12,845.70	108.36	8,885.88	1,334.06	7,911.40	107.72	17,771.76	413.25	346.86	987.20	330.60	188.58
2020E	13,590.80	108.36	9,241.31	1,357.15	8,631.30	108.14	18,482.63	431.83	393.57	963.58	345.46	195.16
2021E	14,256.70	108.36	9,610.97	1,368.89	9,270.00	108.36	19,221.94	445.04	438.05	930.85	356.03	201.88
2022E	14,827.00	108.36	9,995.41	1,368.90	9,835.50	108.36	19,990.81	454.03	479.11	889.78	363.22	208.68

资料来源：国家统计局，弗罗斯特沙利文，华创证券预测

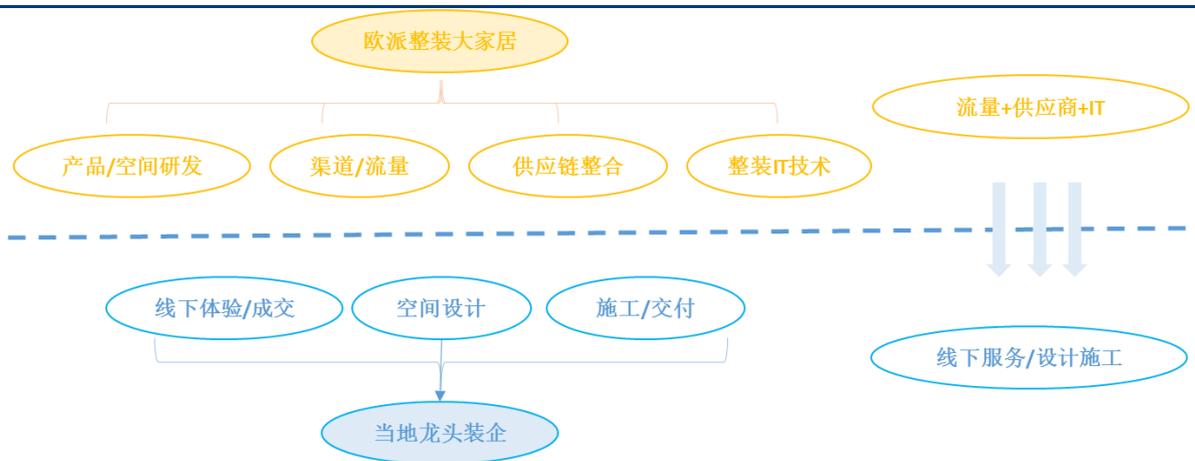
图表 12: 整装市场规模测算

时间	毛坯房客流量 (万套)	二手交易客流量 (万套)	存量房翻新客流量 (万套)	装修总客流量 (万套)	毛坯房整装比例	二手房整装比例	存量房整装比例	毛坯房整装数 (万套)	二手房整装数 (万套)	存量房整装数 (万套)	整装客单价 (万元)	整装市场规模 (亿元)
2017	1,068.91	321.97	175.13	1,566.01	10%	8%	5%	106.89	25.76	8.76	16	2,262.48
2018	1,051.15	342.55	181.68	1,575.38	15%	12%	8%	157.67	41.11	14.53	17	3,686.03
2019E	987.20	330.60	188.58	1,506.39	20%	16%	11%	197.44	52.90	20.74	19	5,059.02
2020E	963.58	345.46	195.16	1,504.20	25%	20%	14%	240.89	69.09	27.32	20	6,798.61
2021E	930.85	356.03	201.88	1,488.76	30%	24%	17%	279.25	85.45	34.32	22	8,685.82
2022E	889.78	363.22	208.68	1,461.68	35%	28%	20%	311.42	101.70	41.74	24	10,693.46

资料来源: 国家统计局, 弗罗斯特沙利文, 华创证券预测

随着整装风口的崛起, 定制家具龙头企业对于这一新渠道格外重视, 纷纷布局各自与整装渠道相关的业务模式, 探索整装时代定制家具流量趋势。欧派家居与尚品宅配均已探索与整装公司合作业务模式并获得较快发展。其中, 欧派家居渗透入整体家装的途径主要有联营整装全屋定制 mall 店、招商合作家装公司和切入家装公司整装包三种方式; 尚品宅配切入家装途径主要为 HOMKOO 整装云&自营整装。规模方面, 两家企业整装业务表现亮眼, 其中, 2018 全年欧派家居整装业务接单业绩突破 3.5 亿元, 尚品宅配整装业务实现收入 1.94 亿元。

图表 13: 欧派家居整装模式



资料来源: 公司官网, 华创证券

图表 14: 尚品宅配整装云采用 S2B2C 商业模式



资料来源: 整装云官网, 华创证券

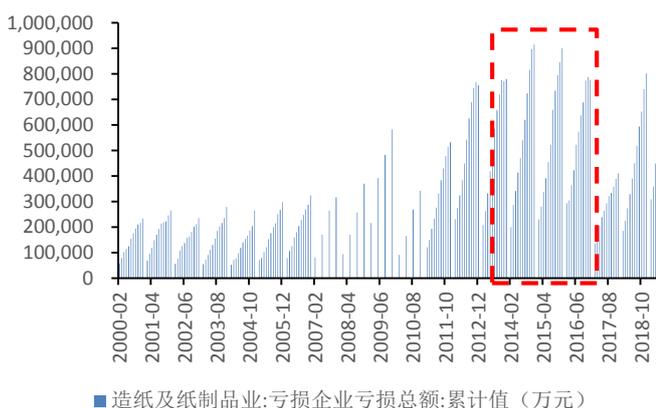
## (二) 造纸行业: 新增产能并未大规模出现, 原材料国内和海外低成本布局成为核心竞争力

2017 年下半年以来造纸行业出现新的变化, 2016 年下半年-2017 年上半年造纸原材料充足可得, 纸价上涨主因系供给侧改革和行业经济化去产能, 带来全行业受益。2017 年下半年以来进口废纸、环保政策趋严, 行业供需紧平衡延续, 未来造纸行业国内及海外低成本布局成为主线, 能够持续利用政策和自身能力获取成本优势成为大企业关键点。

### 1、2016 年下半年-2017 年上半年: 原材料充足, 供给侧改革和环保推动供需结构改善是行业主线

**供给端:** 我国纸企经历了 2011 年-2015 年长期低迷期, 造成纸企亏损情况严重, 2011 年-2014 年我国纸企亏损总额不断增长, 2014 年-2015 年纸企亏损总额达到历史峰值, 行业经济化逐步去库存。叠加 2015 年 11 月国家推出供给侧改革, 淘汰造纸业落后产能, 我国纸企数量自 2014 年以后逐渐减少, 2019 年 6 月造纸企业单位数 6633 家。

图表 15: 2014-2015 年纸企亏损总额处于历史峰值



资料来源: Wind, 华创证券

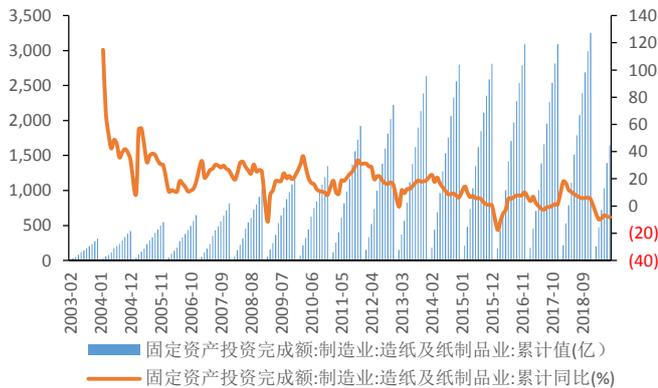
图表 16: 纸企数量自 2014 年逐渐减少



资料来源: Wind, 华创证券

纸企固定资产投资增速放缓, 2019 年以来造纸及纸制品业固定资产投资完成额累计增速为负值。行业新增产能总体情况得到抑制并逐渐出清。

图表 17: 纸企固定资产投资增速放缓



资料来源: Wind, 华创证券

图表 18: 中国纸及纸板消费量及变化

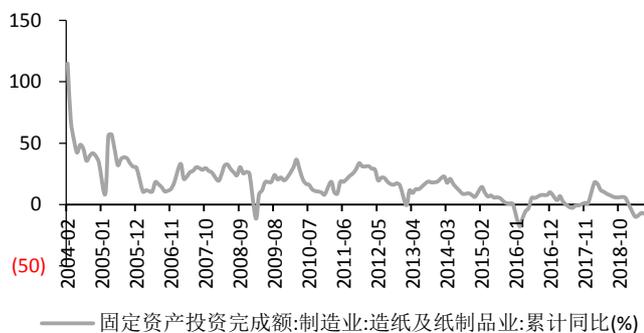


资料来源: Wind, 华创证券

## 2、环保导致大规模产能扩张并未出现，行业固定资产投资低迷

**政策限制导致供给扩张缓慢:** 随着环保排污许可证制度、自备电厂趋严、落后产能淘汰、持续环保督察等一系列政策收紧，行业产能扩张动力受到抑制。2017 年，造纸行业固定资产投资额为 3090.96 亿元，同比增加 1.2%，增长幅度小；新增产能集中于大型纸企，计划双胶纸、铜版纸、白卡纸、箱板瓦楞纸新增产能分别为 81 万吨、20 万吨、75 万吨和 725 万吨，考虑行业退出产能和投产时间，行业整体新增产能并不大。2018 年下半年以来全行业固定资产投资低迷，由于环保限制行业并未出现大幅度的固定资产投资驱动新增产能投产。

图表 19: 2018 年下半年以来造纸固定资产投资低迷



资料来源: Wind, 华创证券

图表 20: 大纸企各纸种新增产能统计

纸种	公司名称	新增产能 (万吨)	地点
铜版纸	太阳纸业	20	山东
白卡纸	博汇纸业	75	山东
双胶纸	晨鸣纸业	51	山东
	晨鸣纸业	30	新闻纸转产
箱板瓦楞纸	玖龙纸业	200	泉州 35 万吨, 重庆 55 万吨, 河北永新 50 万吨, 湛江 60 万吨
	山鹰纸业	127	湖北
	山鹰纸业	88	联盛纸业位于官山工业区的老基地
	阳光纸业	60	-
	意通能达	50	湖北老河口市
	金庄科技	15	利用金庄公司原有厂区及新征 78 亩土地进行建设。
一航纸业	60	-	
外贸干通包装印刷	15	-	
新嘉源纸业	10	-	
茂丰纸业	10	潮州市潮安区铁铺镇工业园区	
龙兴纸业	50	目前已完成建设用地的收购和设备订购, 建筑面积 4 万平方米的高档箱板纸生产车间已开工建设, 旧厂房改造工作已全面启动	
太阳纸业	40	山东省聊城市太平工业园区造纸产业园	

资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 华创证券

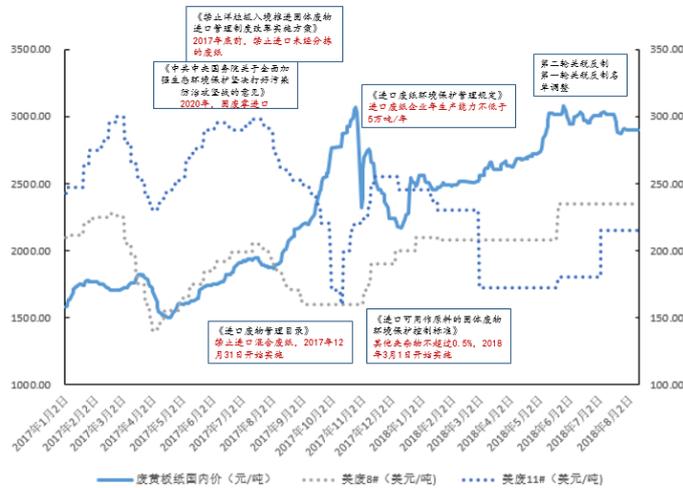
## 3、废纸新政推动，原料持续紧缺

2017 年下半年伊始，随着国内环保持续趋严、自备电厂审批受限的背景下，造纸行业新增产能受限，需求稳定，供需维持紧平衡状态。行业的边际变量在于废纸进口政策趋严导致废纸原材料紧缺，木浆供需紧平衡，原材料价格持续上涨，在行业供需维持紧平衡背景下，旺季纸价推涨。在此背景下，拥有原材料生产能力和海外布局的企业具备产能和成本优势，太阳纸业在老挝的木浆和废纸浆的布局价值持续凸显。

### (1) 2017 年下半年以来废纸进口限制政策动作频频

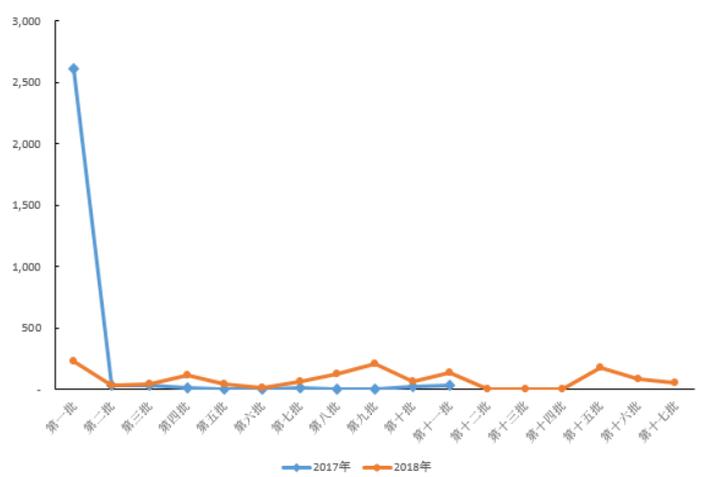
2017 年下半年以来废纸政策持续严格，出台新规不断，主要包括：（1）2017 年年底禁止进口混合废纸；（2）限制进口废纸企业资质；（3）2018 年 3 月规定进口废纸其他夹杂物含量不超过 0.5%；（4）2018 年 8 月应对中美贸易战宣布对废纸浆加征关税 20%、所有进口废纸加征关税 25%。废纸原料受政策影响持续紧张。

图表 21: 废纸新规出台, 国废价格一路上涨



资料来源: 卓创资讯, 华创证券

图表 22: 2017 年下半年以来废纸审批量大幅下滑



资料来源: 固废管理中心, 华创证券

**(2) 废纸进口限制严格, 加剧原材料紧张形势**

**废纸进口限制造成废纸紧缺:** 随着废纸进口政策的逐渐缩紧, 2020 年禁止外废进口的大限将至, 由于废纸需求量转为国内, 而国内专业废纸回收体系尚未健全, 短期内国内尚无法大量回收废纸补充原料缺口, 造成造纸行业所需废纸整体原料持续紧缺, 国内外废纸价差扩大。

**木浆替代效应凸显:** 供给方面, 国内环保趋严, 我国国内木浆产能扩张受限, 2017 年国内木浆产能 1041.00 万吨, 同比下降 7.8%, 对外依存度从 2016 年的 65.1% 上升至 67.1%。需求端, 由于废纸进口限制, 木浆对废纸的替代效应凸显, 废纸系对木浆的需求量提升。其中 2017 年, 箱板瓦楞纸耗用木浆量 280 万吨, 较 2016 年增加 140 万吨。同时, 环保限制使草浆类非木浆原料也逐渐被木浆替代以及下游纸需求量缓幅增长, 2017 年以来木浆需求量大幅增长。木浆持续供需紧平衡局面出现, 2017 年产能利用率到极限位置 99%, 预计 2018 年剔除溶解浆后木浆进口量在 2220 万吨。

**4、长周期原材料紧俏背景下, 自主造浆+海外布局价值凸显**

**拥有自主造浆能力、提前进行海外布局的大纸企将拥有产能和成本优势。** 一方面, 原材料紧张一定程度上限制了纸厂的扩产能力, 自给率高的纸厂受限制程度较小; 另一方面, 原材料持续紧缺加剧成本上行, 缺少自主造浆能力的纸企利润受挫, 大纸企可通过在海外收购废纸制浆或自主造浆, 享受纸价上涨带来的吨毛利扩大收益。

图表 23: 太阳纸业、晨鸣纸业新建浆纸产能

公司名称	项目名称	投资金额	预计投产时间
太阳纸业	20 万吨高档特种纸	6 亿元	2018Q1
	80 万吨高档板纸改建及配套工程项目	21 亿元	2018Q3
	老挝 50 万吨化学浆项目	12.7 亿元	2018Q2
	老挝 40 万吨废纸浆项目和 80 万吨包装纸项目	63,664.40 万美元	2019Q2 末、2020 年
晨鸣纸业	黄冈晨鸣林浆一体化项目	34.85 亿元	2018H2
	寿光 40 万吨化学浆项目	43 亿元	2018H2
	寿光美伦 51 万吨高档文化纸项目	21.2 亿元	2018H2

资料来源: 公司公告, 华创证券整理

图表 24: 太阳纸业老挝基地布局



资料来源: 谷歌地图, 公司公告, 华创证券

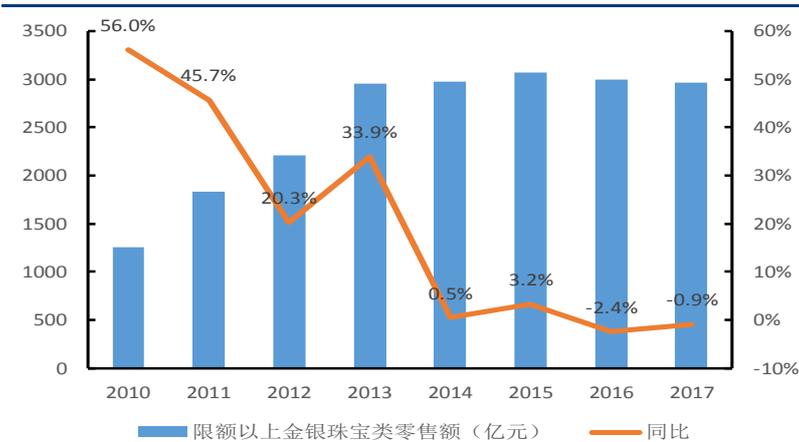
木浆产能方面, 目前晨鸣纸业拥有自主木浆产能 155 万吨, 太阳纸业于今年上半年投产 50 万吨废木浆。在进口废纸 2020 年归零预期下, 太阳老挝布局凸显成本优势: 该项目主要以进口美国废纸和欧洲废纸为原料, 建设 40 万吨再生纤维浆板生产线 (以浆板形式运回国内作为生产箱板纸原材料) 和 80 万吨高档包装纸生产线 (在老挝以美废和欧废为原材料生产), 公司以老挝项目提供战略支点, 持续在低成本区域进行扩张。

从 PB 角度看估值: 短期安全边际明显, 长期参照 08 年 H1 及 15 年 H1: 2018 年下半年以来随着全行业需求疲弱和纸价调整, 造纸板块估值持续调整, 我们认为目前从 PB 角度看造纸股仍处于历史上较低位置, 为造纸股提供安全边际。短期行业受益宏观经济复苏带来需求转暖, 长期看造纸中的优质资产静待花开, 建议关注太阳纸业、华泰股份、晨鸣纸业。

### (三) 珠宝首饰: 乘消费升级好风, 龙头珠宝商渠道&品牌优势尽显

#### 1、珠宝市场规模逾 5000 亿, 黄金、钻石交易活跃

根据中宝协统计, 我国珠宝首饰零售规模超 5000 亿, 过去 5 年复合增速约 13%, 是规模增长最为迅速的可选消费品类之一。2010-2017 年期间, 我国限额以上珠宝类零售额 CAGR 为 13.0%, 其中 2017 年限额以上珠宝零售额为 2969.50 亿元, 同比降低 0.9%。受到金价下跌和反腐败的影响, 限额以上珠宝类零售额自 2013 年以后增速放缓。虽然黄金价格下跌, 但是在 2010-2017 年期间黄金消费量和黄金首饰消费量基本保持逐年增长的状态, 两者 CAGR 分别为 9.6% 和 10.0%; 其中 2017 年黄金消费量为 1089.07 吨, 黄金饰品消费量为 696.50 吨, 分别同比增长 11.7% 和 14.0%。

**图表 25: 历年限额以上金银珠宝类零售额及同比**


资料来源: 国家统计局, 华创证券

2010-2017 年期间我国的钻石市场同样活跃。根据上海钻石交易所的披露, 2010-2017 年期间我国在钻交所钻石交易金额 CAGR 为 9.2%, 其中 2017 年钻交所钻石交易金额达到 53.44 亿美元, 同比增长 20.1%。我国的钻石进口金额基本保持逐年增长的状态, 从 2010 年 39.98 亿美元增长到 79.42 亿美元, CAGR 为 10.3%, 其中 2017 年钻石进口金额达到 79.42 亿美元, 同比增长 3.3%。

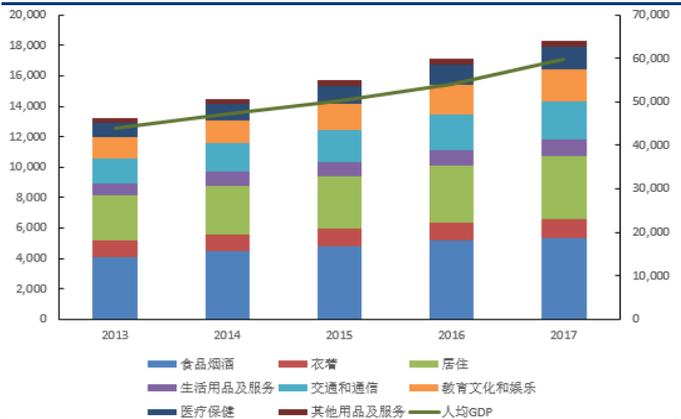
## 2、消费升级驱动珠宝消费, 钻石镶嵌类异军突起

### (1) 日常消费成珠宝消费新动力

对于消费者而言, 购买珠宝的主要用途包括婚庆、投资、收藏、日常装饰等, 其中婚庆仍然是最主要的用途, 占比约 46%。由于珠宝具有稳定性和稀缺性, 使得其成为重要的保值增值工具, 因此投资是珠宝的第二大用途, 占比约 32%。珠宝作为工艺品, 加以精雕细琢, 得以成为具有收藏价值的物品, 占比约 14%。

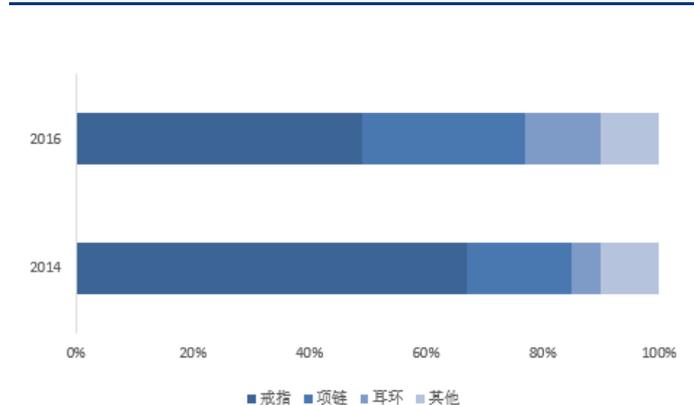
**日常消费将成为珠宝消费的重要突破口**, 主要受到消费升级和年龄层裂变的影响。随着我国适婚人群对于婚姻看法的转变, 近年来我国婚姻登记人数呈现较缓幅度地下降。2010-2017 年期间, 我国人均 GDP 从 30876 元增长至 59660 元, CAGR 为 9.9%。其中, 在 2013 年, 人均 GDP 超过 40000 元, 食品衣着占比 39.0%, 可选消费占比 61.0%; 在 2015 年, 人均 GDP 超过 50000 元, 食品衣着占比 38.0%, 可选消费占比 62.0%; 在 2017 年, 人均 GDP 接近 60000 元, 食品衣着占比进一步下降到 36.1%, 可选消费占比 63.9%。当可支配收入不断增加, 消费者更倾向于注重精神娱乐和产品品质因素, 而不只是价格。消费升级将成为珠宝消费特别是珠宝日常消费的主要驱动力。根据 Debeer 的数据, 2014 年, 我国消费者对于珠宝首饰的选择比较单一, 有 67% 的消费者购买戒指, 而 2016 年, 我国消费者购买戒指的比例下降到了 49%。这说明消费者对于珠宝首饰的购买更加多元化, 不再拘泥于以婚戒为形式的传统婚庆, 对于日常装饰的购买意愿提高。

图表 26: 可选消费占比随人均 GDP 增加而增加



资料来源: Wind, 华创证券

图表 27: 消费者购买珠宝结构占比

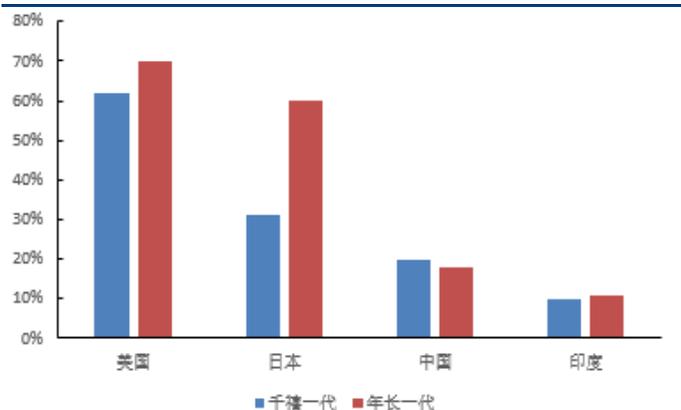


资料来源: Debeers Group, 华创证券

### (2) 钻石引领新潮流, 提高行业毛利

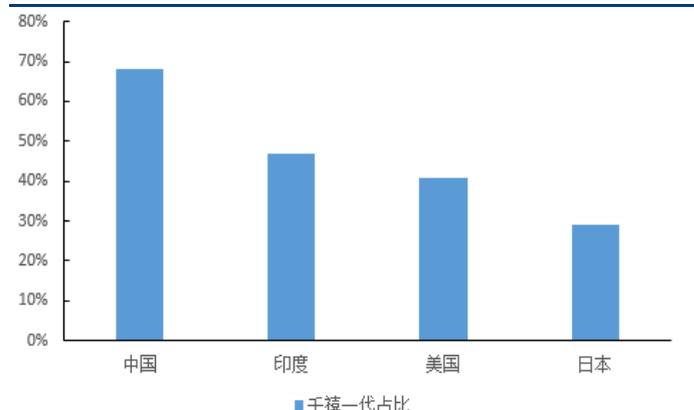
千禧一代成为钻石镶嵌类消费主力军。根据中国宝石杂志的披露, 我国已经成为全球第二大钻石市场, 需求量占全球的 14.4%, 仅次于美国 45% 的占比。根据 Debeers Group 《2016 年钻石行业分析报告》, 我国的千禧一代对于钻石镶嵌类的消费要高于年长一代, 20% 的千禧一代持有钻石镶嵌类饰品, 高于年长一代 18% 的持有率。千禧一代对于钻石镶嵌类“情有独钟”, 占到钻石镶嵌类消费的 68% 的比例, 是我国钻石镶嵌类珠宝消费的主力军, 显著高于印度、美国、日本。

图表 28: 中国千禧一代钻石持有率提升



资料来源: Debeers Group, 华创证券

图表 29: 千禧一代是钻石消费主力军



资料来源: Debeers Group, 华创证券

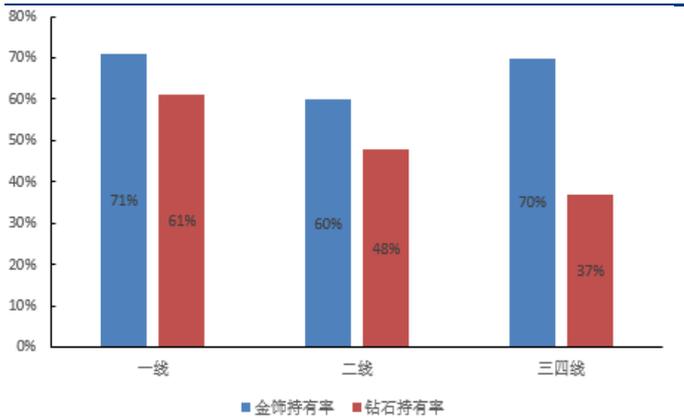
钻石定价不透明, 毛利相对较高。一般而言, 钻石的价格主要看 4C (重量、颜色、净度和切工), 钻石行业缺乏公开透明的权威报价体系, 价格被上游钻石生产商控制, 并且钻石切割将会影响价值, 导致钻石相对于黄金 (价格为重量\*单位报价+工费) 来说更不具有标准性, 加上不同钻石饰品零售商会考虑营销成本、市场定位和品牌价值等, 价格会差别较大。因此钻石饰品相较于黄金更具有价格操作的空间, 因而钻石镶嵌类流通环节毛利率约为 50% 左右, 而素金类首饰流通环节毛利率在 20%-25%, 明显低于钻石镶嵌类饰品。

### (3) 三四线城市成未来主要增长点

在珠宝首饰领域, Frost&Sullivan 预测, 2010-2015 年二线城市珠宝市场复合年增长率将达到 37.3%, 而三线及以下城市珠宝市场增长率则更是高达 45.3%, 远远超过一线城市的同期 31.9% 的增长率。目前, 周大福、老凤祥等国内领先珠宝首饰企业在加强一线城市品牌建设的同时, 已开始战略布局二三线城市。

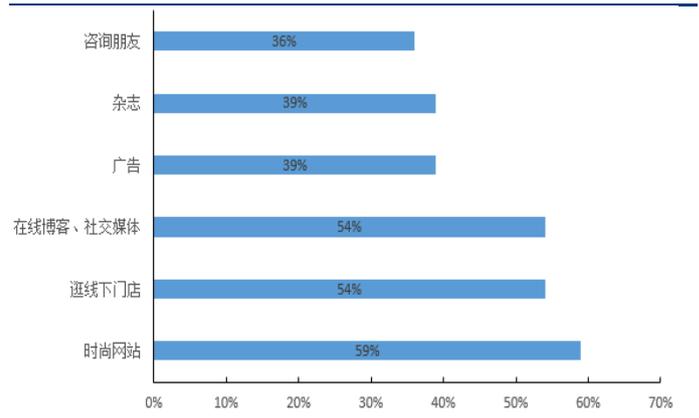
钻石镶嵌类渠道下沉存在广泛空间，三四线城市成未来增长点。2016 年，我国的一、二、三四线钻石渗透率分别为 61%、48% 和 37%，远低于金饰的 71%、67% 和 70%，特别是三四线城市相差较大。相较于金饰成熟的渗透率对比，我国钻石饰品在三四线城市存在广泛的下沉空间。在目前二三线城市珠宝首饰品牌渗透率的相对较低的现状下，随着城乡居民可支配收入的持续快速增长，三四线珠宝首饰市场的增长速度将持续高于一、二线城市。根据世界黄金协会的调查，分别有 59%、54% 和 54% 的消费者通过时尚网站、逛线下门店、社交媒体或在线博客来感知体验珠宝首饰，位列途径前三。线下门店是培养消费者品牌意识、打造产品体验的重要途径。

图表 30: 2016 年金饰和钻石饰品持有率



资料来源：世界黄金协会，华创证券

图表 31: 线下门店是培养消费者感知的重要来源



资料来源：世界黄金协会，华创证券

#### (4) 互联网珠宝零售异军突起

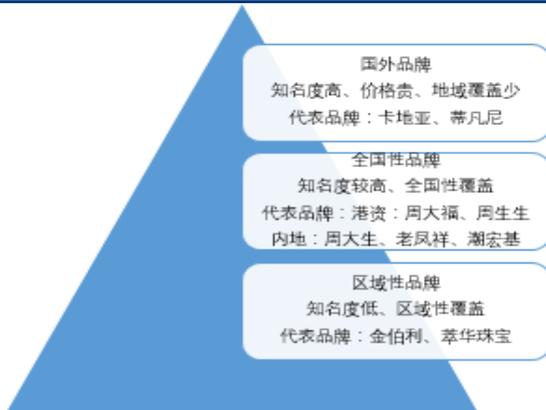
**互联网珠宝零售冲击传统渠道。**近年来，以钻石小鸟、珂兰钻石为代表的互联网品牌崛起，各类传统珠宝制造厂商也开始发力电商渠道。传统珠宝厂商的电商渠道主要为公司官网、京东和天猫旗舰店。新型互联网品牌主要是以线上官网为主要渠道，同时在全国开设有少许的体验店来带动线上消费。与传统珠宝厂商不同，电商品牌主要是起到零售商的作用，消费者直接在官网上选择裸钻尺寸、钻拖等一系列选项，由电商品牌在国内或国外购买成品钻，且不在线下布置店铺或专柜，因而价格只有市场同行的一半得以抢占市场。总的来说电商渠道成为营收的重要增长点。以 2017 年天猫双 11 数据为例，周大福一小时内成交价破 5000 万元，连续五年蝉联第一；电商品牌珂兰钻石位列前十。

### 3、行业厂商三级次分布，拓渠道、轻资产成重要成长路径

#### (1) 行业厂商三级次分布，集中度较低

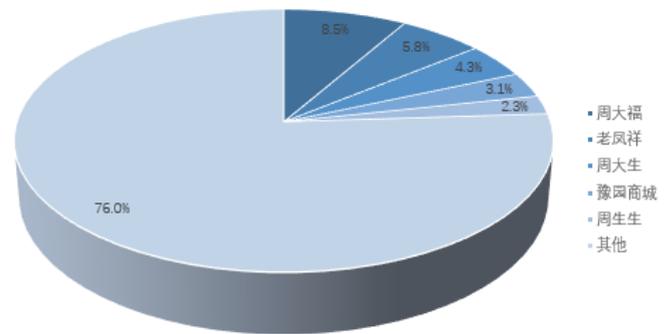
我国市场上的珠宝品牌商按照目标定位、地区覆盖率主要分为国外品牌、全国性品牌和区域性品牌。国外品牌如卡地亚、蒂凡尼定位高端人群，知名度高，定价高，营销终端较少；内地全国性品牌主要分为港资品牌和内地品牌两种，知名度较高，在全国范围内建立有大量的营销终端，例如周大福、周生生、老凤祥、周大生等；区域性品牌市场集中于当地区域，知名度较低，例如萃华珠宝、金伯利等。珠宝行业集中程度中等，2015 年周大福、老凤祥、周大生、豫园股份、周生生五家上市公司合计占比约为 24.0%，其中周大福为上市公司第一，占比 8.5%。

图表 32: 我国珠宝首饰市场主要参与者构成



资料来源：华创证券整理

图表 33: 2015 年珠宝行业市占率



资料来源：水贝中国指数网，华创证券

我国珠宝行业上市公司主要自主生产黄金类饰品。成立时间较早、营收规模总量较大的厂商基本具有黄金、珠宝镶嵌类和铂金 K 金三大业务产品线。收入体量上，素金类周大福、老凤祥居首，钻石镶嵌类周大福居首，周大生和通灵珠宝较为接近。由于珠宝产业链中开采切割和零售两个环节毛利率最高，而开采切割具有垄断性和准入限制，因此重点拓展渠道、轻资产运营成为我国部分厂商的成长路径。现阶段，各类珠宝厂商逐渐从一二线城市向三四线城市扩展。除此之外，电商渠道也越来越成为重要的营收增长点。

**(2) 产品线对比：传统黄金饰品为主类，钻石镶嵌类崛起**

从产品线角度看，珠宝类上市公司主要集中在黄金饰品类，主要有周大福、周生生、六福珠宝、老凤祥、豫园股份、明牌珠宝；周大生和通灵珠宝业务侧重于珠宝镶嵌类饰品；潮宏基业务中心在足金 K 金饰品。从产品线的定位来看，港资品牌的产品线定位普遍高于内地品牌的产品线定位。拥有产品线属于贵金属类的上市公司基本采用自主生产和委外加工的方式，而产品线以珠宝镶嵌类为主的上市公司基本采用委外加工或指定供应商的方式。

图表 34: 国内上市公司产品种类及生产模式

	厂商	产品种类	生产模式
港资	周大福	珠宝镶嵌类、黄金、铂金/K 金三大类，以黄金饰品为主	自主生产
	周生生	珠宝镶嵌类、黄金、铂金三大类，以黄金饰品为主	自主生产&委外加工
	六福珠宝	以黄金、铂金为主	自主生产&委外加工
内地	老凤祥	黄金、铂金	自主生产&委外加工
	周大生	以珠宝镶嵌类为主	委外加工&指定供应商
	豫园股份	黄金、铂金	自主生产&委外加工
	明牌珠宝	以黄金为主	自主生产&委外加工
	通灵珠宝	以珠宝镶嵌类为主	委外加工
	潮宏基	以足金 K 金饰品为主	自主生产

资料来源：各公司年报，华创证券

### (3) 收入体量对比：素金类营业收入较高，钻石镶嵌类收入增速较高

从公司总营收来看，周大福和老凤祥为第一梯队，在 400 亿以上，豫园股份、周生生、六福珠宝为第二梯队，约 100 亿-200 亿元；周大生、明牌珠宝、潮宏基、萃华珠宝等约 30-40 亿元。莱绅通灵约 19 亿元。营业收入增速基本在 10%-30% 之间。从内地归母净利润来看，周大福遥遥领先，约 34 亿。老凤祥、六福珠宝约 11 亿，为第二梯队。周生生、豫园股份、周大生为第三梯队，约 6-7 亿左右，莱绅通灵、潮宏基约 3 亿元，明牌珠宝、萃华珠宝、爱迪尔则不足 1 亿。

图表 35: 珠宝行业公司营业收入对比 (单位: 亿元)



资料来源: 各公司年报, 华创证券

图表 36: 珠宝行业公司净利润对比 (单位: 百万元)



资料来源: 各公司年报, 华创证券

### (4) 拓渠道、轻资产成重要成长路径

**重点拓展渠道、轻资产运营成为我国部分厂商的成长路径。**现阶段，各类珠宝厂商逐渐从一二线城市向三四线城市扩展。轻资产、重运营，通过广开门店在全国范围内迅速建立起营销终端模式成为了厂商的成长路径之一，例如周大生、金一文化等。而传统的珠宝生产制造商也发力渠道建设，逐渐从一二线向三四线城市渗透以实现营收扩张，例如周大福、六福集团等。

珠宝首饰行业不受房地产调控影响，具有较强的消费属性，逐渐品牌化，且发展与整体经济水平发展休戚相关，看好珠宝首饰龙头周大生领先模式+先发渠道+品牌营销三驾马车拉动公司增长。

#### 四、重点公司业绩表现：持续关注竞争力明晰的细分品类龙头企业

##### 1、欧派家居：流量竞争下龙头优势凸显，整装大家居业务前景广阔

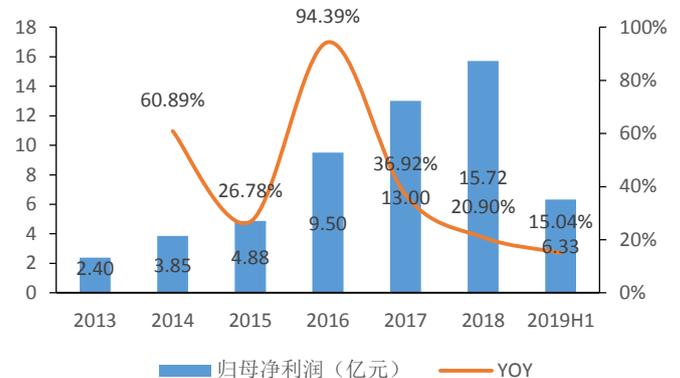
业绩稳步增长，木门卫浴业务快速增长。2019 年上半年实现营业收入 55.10 亿，同比增长 13.72%；实现归母净利润 6.33 亿元，同比增长 15.04%，扣非后归母净利润 5.95 亿，同比增长 15.70%。2019Q2 单季度实现营收 33.07 亿元，同比+12.51%，增速较 Q1 单季度（同比+15.57%）有所放缓；同时，公司 2019Q2 单季度归母净利润 5.41 亿元，同比+13.48%，增速较 Q1 单季度（同比+25.14%）也有明显放缓。我们认为公司在去年同期较高增速基数基础上，面对房地产行业 and 家居消费渠道变革，上半年仍取得两位数增长，整体表现符合我们预期。预计随着下半年地产交房回暖以及公司整装业务推动，公司收入业绩有望实现低基数下较快增长。分业务来看卫浴木门业务快速增长，报告期内公司橱柜/衣柜/卫浴/木门业务分别实现营收 26.04/20.05/2.62/2.22 亿元，同比增速分别为 +3.37%/+20.70%/+42.76%/+40.97%。公司是最早将整体橱柜引入国内的家居企业，在其发展历程中率先进行品牌化，目前在同行中规模有明显领先优势，龙头地位稳固。

图表 37：2019H1 欧派家居营业收入同比增长 13.7%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 38：2019H1 欧派家居归母净利润同比增长 15.0%



资料来源：公司公告，华创证券

**持续推进渠道网络建设，整装大家居稳步开拓。**欧派拥有家居行业最大的终端销售网络。截止 2019 年 6 月 30 日，公司拥有橱柜经销商（含橱衣综合）1666 家（较年初净增 48 家），衣柜经销商 1002 家（较年初净增 29 家），欧铂丽家居定制 955 家（较年初净增 63 家），欧派卫浴 517 家（较年初净增 29 家），欧铂尼木门 934 家（较年初净增 126 家）；店面方面，公司 2019H1 末拥有橱柜（含橱衣综合）店面 2330 家（较年初净增 54 家），衣柜门店 2240 家（较年初净增 127 家），欧铂丽家居门店 982 家（较年初净增 47 家），卫浴门店 589 家（较年初净增 30 家），木门门店 877 家（较年初净增 52 家），经销商和门店数居于同行业首位。我们认为公司广泛的渠道布局为公司营收稳定增长奠定基础。**整装大家居方面**，公司自 2018 年推出整装大家居业务模式以来，取得快速发展，截止 2019H1 末，公司共拥有整装大家居经销商 203 家，门店 210 家，大客户 43 家。持续的渠道深度管理为欧派赢得长期发展的竞争优势。

**持续看好公司长期发展，维持“强推”评级。**定制家具行业流量竞争日趋激烈，装修公司作为重要的流量入口势必成家具公司争夺焦点。我们看好欧派大家居业务未来发展前景以及公司管控提效能力。我们维持预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 18.93/22.15/25.29 亿元，对应当前市值 PE 分别为 24、20、18 倍，考虑到公司在传统渠道的优势地位和整装渠道的快速发力，参考同行业估值，给予 2019 年 32XPE，维持 144 元/股目标价，维持“强推”评级。

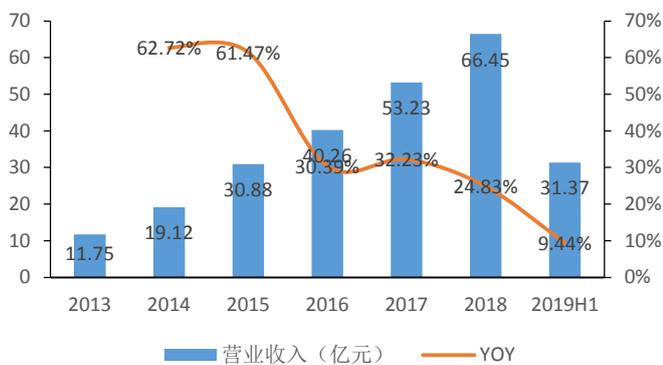
**风险提示：**渠道拓展竞争加剧，信息系统开发不及预期，房地产市场大幅波动。

## 2、尚品宅配：加盟渠道快速扩张，整装业务前景广阔

**尚品宅配全屋定制模式开创者。**公司 1999 年以圆方设计软件起家，2004 年转型为家具企业并率先提出了“全屋定制”的概念，以圆方软件的信息化技术为驱动，依托新居网 O2O 互联网营销服务平台，以及佛山维尚大规模定制柔性化生产工艺，实现了“尚品宅配”和“维意定制”全屋板式家具定制个性化设计、规模化生产的“C2B+O2O”商业模式。

**Q2 单季度收入增速有所放缓，整体表现符合预期。**2019 年上半年公司实现营业总收入 31.37 亿元，同比增长 9.44%；实现归母净利润 1.63 亿元，同比增长 32.38%，扣非后归母净利润 1.32 亿元，同比增长 96.49%，公司 2019Q2 单季度收入 18.64 亿元，同比+5.56%，增速较 Q1（同比+15.66%）有所放缓，我们认为主要原因是定制家具和配套家居受行业竞争加剧和同期基数影响增速承压，上半年公司定制家具收入 23.14 亿，同比+5.17%（Q1 增速约+7.8%），配套家居收入 5.10 亿，同比+4.12%（Q1 增速约+19%）。2019Q2 单季度归母净利润 1.86 亿元，同比+18.91%，在 Q1 单季度同比减亏趋势下得以继续向好发展，整体表现符合我们之前预期。长期来看，随着公司在产品升级、内销渠道扩张、业务模式优化及海外拓展等多方面战略稳步推进，公司业绩表现有望持续向好。

图表 39: 2019H1 尚品宅配营业收入同比增长 9.4%



资料来源: Wind, 华创证券

图表 40: 2019H1 尚品宅配归母净利润同比增长 32.4%



资料来源: Wind, 华创证券

**自营与加盟渠道融合发展，渠道下沉奠定长期发展基础。**2019H1 公司持续发力加盟店拓展，实现加盟收入约 16.95 亿，同比增长约 8%。终端门店数量方面，截至 2019 年 6 月 30 日，公司加盟店总数已经达到 2268 家（含在装修店面，其中自营城市加盟店 137 家）较 2018 年底净增加 168 家；直营店 94 家，较 2018 年底减少 7 家。客户数量方面，报告期末客户数约为 19.1 万。我们预计公司渠道下沉与快速扩张将为公司未来收入稳定增长奠定基础。

**自营整装与 Homkoo 整装云稳步扩张，整装业务势头强劲。**公司努力通过自营整装与整装云打造国内领先家居产业互联网平台。2019 年上半年，公司持续强化成都、广州、佛山三地自营整装业务，上半年自营整装工地交付 708 个（其中 201Q1 交付 316 个）。同时，公司 Homkoo 整装云战略稳步推进，截至报告期末，整装云会员数已经达到 1663 家（2018 年底约 1200 家）。上半年公司整装业务收入规模同比增长 230% 至 1.54 亿元。长期来看，随着自营整装发展及整装云持续赋能，公司整装业务收入有望持续加速增长。

产能布局逐步完善，四季度有望响应华东市场。公司在无锡的产能已经开始试运行，四季度会承接订单，将佛山库存转到无锡，进而响应华东市场。我们认为公司未来“整装+全屋定制”有望在公司自身强大的信息系统支撑下迎来快速发展，我们坚定看好尚品宅配依托信息化优势持续推进整装业务的发展前景。我们维持预计公司 2019-2021 年归母净利润 6.00、7.36、8.87 亿元，对应当前市值 PE 分别为 24、20、16 倍，维持“强推”评级。基于公司在全屋定制和整装渠道的快速发力，给予公司 2019E 36 倍 PE，对应目标价 115 元。

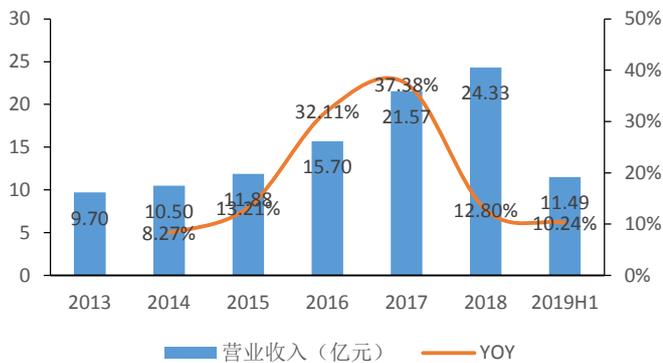
**风险提示：**宏观下行家居消费不振，定制家具格局发生重大变化。

### 3、志邦家居：“志邦全屋时代”全面起航，业务结构持续优化

**整体厨柜领先企业，拓展衣柜木门领域。**志邦家居为我国整体厨柜领先企业，2017 年 6 月 30 日，志邦股份在上交所 A 股成功上市。公司在整体厨柜形成一定市场规模后，公司凭借在定制家具行业较高的品牌知名度、强大的营销网络建设能力和丰富的定制化产品生产经验，2015 年开展定制衣柜业务，培育公司新的利润增长点；2017 年 IKHOUSE 开始独立运营，切入整装定制领域；2018 年木门业务顺利拓展，“志邦全屋时代”正式开启。

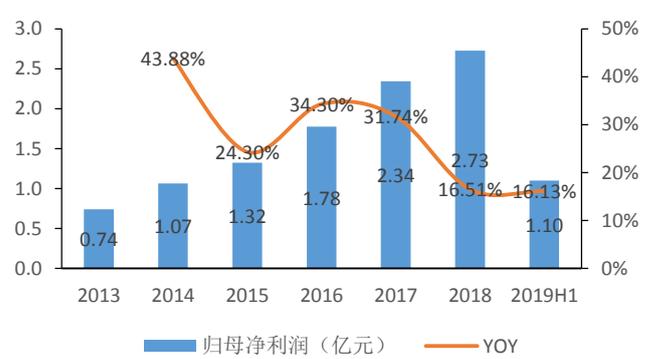
**单季度收入业绩增速回升，整体表现略超预期。**公司 2019 年上半年实现营业收入 11.49 亿，同比增长 10.24%；实现归母净利润 1.10 亿元，同比增长 16.13%，扣非后归母净利润 0.99 亿元，同比增长 18.29%；2019Q2 单季度收入 7.35 亿，同比+13.30%，增速较 Q1（同比+5.20%）明显提升，归母净利润 0.79 亿，同比+21.36%，增速较 Q1（同比+4.91%）也有较快提升，整体来看，公司收入业绩在去年同期较高增速基础上实现正增长，且环比有明显改善，经营表现超出我们之前预期。我们认为原因一方面在于大宗业务经过去年调整后开始逐步恢复，上半年公司大宗业务收入同比+24%至 2.1 亿元，占营收比重已经由去年底的 16%提升至目前的 19%；另一方面，衣柜收入和盈利水平提升。预计未来随公司各项业务协同性加强，收入业绩增速有望持续改善。

图表 41：2019H1 志邦家居营业收入同比增长 10.2%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 42：2019H1 志邦家居归母净利润同比增长 16.1%



资料来源：公司公告，华创证券

**积极扩产缓解生产端压力，多品牌立体营销切入整装定制。**生产端，公司以销定产，采取自行生产为主，外协和 OEM 外包生产为辅的制造模式。公司上市前 3 年(2014-2016)整体厨柜产品产能利用率分别为 105.59%、97.09%和 108.64%，产能不能满足消费者日益增长的需求，公司积极扩展产能以缓解生产的压力，巩固志邦家居市场领先地位。**在营销端**，公司零售渠道网络遍布全国，截至 2019H1 期末，公司拥有橱柜经销商 1263 家（较年初净增 43 家），衣柜经销商 732 家（较年初净增 137 家），木门经销商 120 家（较年初净增 3 家）；店面方面，公司拥有志邦厨柜店面 1545 家（较年初净增 58 家），志邦衣柜门店 880 家（较年初净增 154 家），志邦木门门店 147 家（较年初净增 30 家），2019 年公司计划分别新增厨柜、衣柜、木门门店 150 家、350 家和 100 家。**在品牌建设方面**，公司形成志邦、法兰菲、IK 多品牌组合体系，覆盖不同的消费群体，其中“ZBOM 志邦”定位中高端家居消费者厨柜、全屋定制、木门/墙板等定制产品；“IK”定位互联网思维刚需家居消费人群全屋定制产品；“FLY 法兰菲”定位配套家居成品。

发展战略清晰，看好公司长期发展。公司产品端、品牌端以及渠道端都具有清晰的发展战略。我们持续看好公司利用在厨柜市场积累的成功经验推动衣柜、木门等业务协同发展，构建定制生态闭环所带来的业绩增长潜力。我们维持预计公司 2019-2021 年归母净利润 3.30/3.97/4.61 亿元，对应当前市值 PE 分别为 13/11/10 倍，考虑到公司在传统渠道的优势地位和新探索渠道快速发力，参考可比公司估值，维持公司 2019 年 22 倍 PE，对应 32 元/股目标价，考虑公司衣柜新品类的高增长和业务上的不确定性，维持“推荐”评级。

**风险提示：**渠道拓展竞争加剧，房地产市场大幅波动，产能拓展不及预期。

#### 4、欧普照明：照明行业龙头享行业发展红利，精细化管理助力龙头优势扩大

**照明行业变革期，全球 LED 照明加速替代传统照明。**在技术不断发展背景下，LED 照明正快速实现对传统照明产品的替代，全球 LED 照明渗透率已经由 2009 年的 1.5% 快速提升至 2016 年的 31%。中国 LED 产业规模增速也在不断提升。CSA 数据显示，2018 年中国半导体照明行业整体产值达到 7374 亿元（同比+12.8%），其中，上游外延芯片、中游封装、下游应用环节产值分别为 240 亿、1054 亿和 6080 亿，分别同比增长 3.4%、9.4%、13.8%。下游应用环节又分为通用照明（2018 年产值 2679 亿元，同比+5.0%）和特殊照明（2018 年产值 3401 亿元，同比+21.8%）。我国通用照明市场分散，龙头企业欧普照明市占率 3-5%，行业集中度提升空间大。2019 年上半年公司实现营业总收入 37.78 亿，同比+7.10%；实现归母净利润 4.05 亿元，同比+13.09%，扣非后归母净利润 2.57 亿，同比+1.79%。

**图表 43：2019H1 欧普照明营业收入同比增长 7.1%**



资料来源：Wind，华创证券

**图表 44：2019H1 欧普照明归母净利润同比增长 13%**



资料来源：Wind，华创证券

**立体多元化渠道管理持续，多业务齐发展。**（1）家居业务：公司持续加强渠道布局，在全国建立超过 3500 家零售专卖店、12 万家五金网点，并不断升级打造终端门店标准化运营体系。（2）商用业务：聚焦应用端研发与产品力打造，持续推出智能化照控制解决方案。（3）电工与集成整装业务：2019 年上半年，公司不断完善开关、排插、断路器三大品类的产品线，根据不同渠道特征，打造差异化的产品系列和产品组合，并进一步带动照明产品的销售，提升终端网点的盈利能力；集成整装业务聚焦室内局部空间设计及改造，上半年为华住集团旗下超 20 家酒店提供集成墙板产品。

看好公司发展，维持“强推”评级。目前全球照明处于 LED 照明替代传统照明进程中，公司在我国 LED 照明行业中处于第一梯队，有望受益于行业整体增长与集中度提升。同时公司研发实力突出，业务布局清晰，有望借助业务结构优化和渠道下沉穿越地产周期实现稳定增长。我们维持公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 10.55/11.95/13.39 亿元，对应当前市值 PE 分别为 19/17/15 倍，考虑到公司商照与非照明业务快速拓展的同时，原有家居业务短期承压，结合公司近一年动态 PE 估值中枢为 26X，我们调整公司 2019 年目标价至 40 元/股，对应 28 倍 PE，维持“强推”评级。

**风险提示：**经济下行致需求不振；市场竞争加剧；技术升级不及预期。

#### 5、太阳纸业：业绩增长超预期，牛皮箱板纸&溶解浆表现亮眼，产能布局持续完善

**行业低景气阶段业绩增长超预期，牛皮箱板纸及溶解浆业务支撑营收增长。**受国内宏观经济形势变化及中美贸易摩擦的影响，2019H1 造纸行业下游需求疲软，库存积累，纸价下跌。截至 2019 年 6 月 28 日，双铜纸、双胶纸及箱板纸价格分别为 5833 元/吨、6200 元/吨、4043 元/吨，分别同比下降 16.67%、14.48%、25.95%。在行业景气下行阶段，2019H1 公司营收保持增长，同比增长 2.89% 至 107.76 亿元，其中浆及纸制品业务营收 103.25 亿元（+2.93%）。具体来看，文化纸业务营收下滑，非涂布文化纸营收 35.12 亿元（-4.64%），铜版纸营收 15.11 亿元（-29.83%）。牛

皮箱板纸及溶解浆业务营收表现突出，牛皮箱板纸营收同比增长 20.71% 至 14.32 亿元，贡献营收的 13.29% (+1.96pct)，溶解浆营收同比增长 26.38% 至 18.26 亿元，贡献营收的 16.94% (+3.15pct)。

**图表 45: 2019H1 太阳纸业营业收入同比增长 2.9%**



资料来源: Wind, 华创证券

**图表 46: 2019H1 太阳纸业归母净利润同比降 27.8%**



资料来源: Wind, 华创证券

外废进口政策大限将至，包装纸产能布局完善，成本优势逐渐构建：2019 年，公司 10 万吨木屑浆生产线及 40 万吨半化学浆进入稳定生产期，有效保障公司包装纸原材料供给。同时，40 万吨再生纤维浆板生产线于 2019 年 6 月份试产，20 万吨本色高得率生物质纤维项目预计将于 2019 年四季度投产，料将继续强化包装纸的成本优势。未来随着外废进口紧缩，公司海外箱板纸原材料布局优势凸显，未来有望受益原材料紧张驱动的纸价上行。

单季度 roe 触底回升，PB 处于历史相对低位：公司继续推进老挝 120 万吨造纸项目，拟建设北海制浆造纸项目以继续深化“林浆纸一体化”战略，拟建设本部 45 万吨特色文化用纸项目以优化公司产品结构，三大项目的布局将让公司生产基地实现“一带一路”经济带、祖国沿海和内陆地区的全覆盖。目前公司单季度 roe 触底回升，PB 处于历史相对低位。随着行业景气复苏和公司低成本新产能逐渐投产，我们维持公司 2019-2021 年归母净利润预测为 20.67/23.57/33.61 亿元，对应当前股价 PE 分别为 10、9、6.3 倍，维持“强推”评级和 10 元/股目标价（19 年 13XPE）。

**风险提示：**宏观经济下行导致需求不振，造纸行业竞争加剧。

## 6、周大生：线上/黄金业务表现良好，经营效率持续提升

周大生是全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌。公司不从事生产活动，主要从事“周大生 CHOWTAISENG”珠宝首饰品牌的研发设计、品牌推广、供应链整合和连锁经营管理。是国内最具规模的珠宝品牌运营商之一。“周大生”是全国中高端主流市场钻石珠宝领先品牌，主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰。公司以钻石为主力产品，比利时新一代 LOVE100 切工钻石为核心产品，黄金为人气产品，铂金、K 金、翡翠、珍珠、彩宝为配套产品，不断丰富和完善产品线。

**主营业务发展良好，素金首饰营收高增。**2019H1 镶嵌类产品营业收入 12.96 亿元，同比增长 3.55%，占比 54.25%；素金类产品营业收入 7.05 亿元，同比增长 21.39% (+5.92pct)，占比 29.49%；营收占比较小的供应链服务及小贷金融业务快速发展，营收同比增长 43.42%/7069.20% 至 0.32/0.12 亿元。

**图表 47: 2019H1 周大生营业收入同比增长 12.5%**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 48: 2019H1 周大生归母净利润同比降 34.6%**


资料来源: Wind, 华创证券

**自营渠道驱动业绩增长, 门店规模高速扩张, 镶嵌首饰零售不振拖累店效。**从渠道总体表现来看, 2019H1 自营线下业务/自营线上 (互联网) 业务/加盟业务营收分别同比增长 8.17%/34.71%/8.72% 至 6.61 亿元/2.22 亿元/13.84 亿元, 营收占比分别为 27.66%/9.3%/57.94%。自营渠道营收增速同比维稳, 加盟渠道营收增速同比有所回落 (-25.4pct), 主要系消费信心低迷、黄金价格上升及黄金类产品销售回暖, 镶嵌首饰销售不振所致。从门店规模来看, 2019 年上半年度公司门店净增加 224 家, 其中加盟店净增加 231 家, 自营店净减少 7 家。2019H1 公司门店总数累计 3599 家, 同比增长 20.97% (去年同期为 18.76%), 包括 3304 家加盟店及 295 家自营店。**店效方面**, 2019H1 自营业务单店/加盟业务单店分别实现营业收入 222.58 万元/43.1 万元, 同比增长 0.15%/下降 12.13%, 营收增速较去年同期均大幅放缓。其中自营业务单店/加盟业务单店镶嵌首饰营收分别同比下降 20.41%/14.35%, 拖累单店业绩。

**领先模式+先发渠道+品牌营销三驾马车拉动公司增长。**公司采用独特的委外加工+指定供应商生产模式和自营+加盟销售模式, 深耕价值更高的供应链整合、研发设计、品牌推广环节, 同时以加盟的形式抢先布局三四线城市, 成功实现弯道超车。目前公司品牌价值约 500.18 亿元, 仅次于周大福。我们维持预测公司 2019-2021 年归母净利润 9.80/11.5/13.38 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 13、11、10 倍, 维持“强推”评级。看好公司在三四线城市的渠道进一步下沉和门店竞争力, 以及公司大力推进的品牌建设成果, 参考国内珠宝行业估值水平, 维持公司 2019 年目标价 38.70 元, 对应 23 倍 PE。

**风险提示:** 宏观经济下行导致消费需求不振, 渠道下沉不达预期。

## 五、风险提示

宏观经济下行导致需求疲弱, 造纸和家居行业竞争格局发生巨大变化。

## 轻工组团队介绍

**组长、首席分析师：郭庆龙**

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

**分析师：陈梦**

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。

**助理研究员：葛文欣**

南开大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500